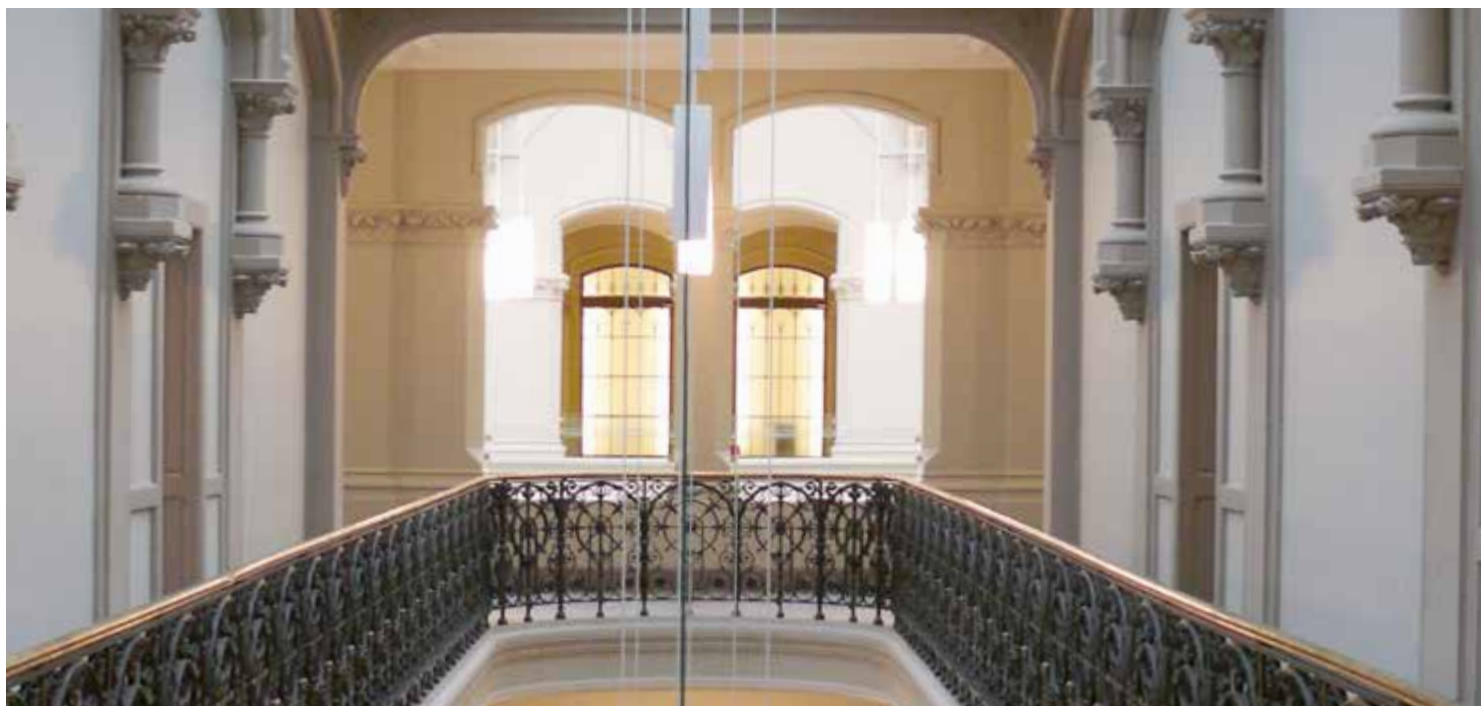


Economisch Tijdschrift

September 2013



© Nationale Bank van België

Alle rechten voorbehouden.
De gehele of gedeeltelijke vermenigvuldiging van deze publicatie
voor educatieve en niet-commerciële doeleinden is toegestaan met
bronvermelding.

ISSN 1371 - 1229

Inhoud

DE BELGISCHE ECONOMIE IN DE MONDIALE KETENS VAN DE TOEGEVOEGDE WAARDE	7
LOSGEKOPPELD EN VEERKRACHTIG? DE VERANDERENDE ROL VAN DE OPKOMENDE ECONOMIEËN IN EEN ONDERLING VERBONDEN WERELD	23
STRUCTUUR EN VERDELING VAN HET GEZINSVERMOGEN: EEN ANALYSE OP BASIS VAN DE HFCS	41
OORZAKEN EN IMPLICATIES VAN EEN LAGE RISICOLOZE RENTE	65
FINANCIERING VAN DE ONDERNEMINGEN IN BELGIË: ANALYSE OP BASIS VAN DE TABELLEN VAN MIDDELEN EN BESTEDINGEN	93
SUMMARIES OF ARTICLES	121
ABSTRACTS FROM THE WORKING PAPERS SERIES	125
CONVENTIONELE TEKENS	127
LIJST VAN AFKORTINGEN	129

De Belgische economie in de mondiale ketens van de toegevoegde waarde

Een verkennende analyse

C. Duprez
L. Dresse^(*)

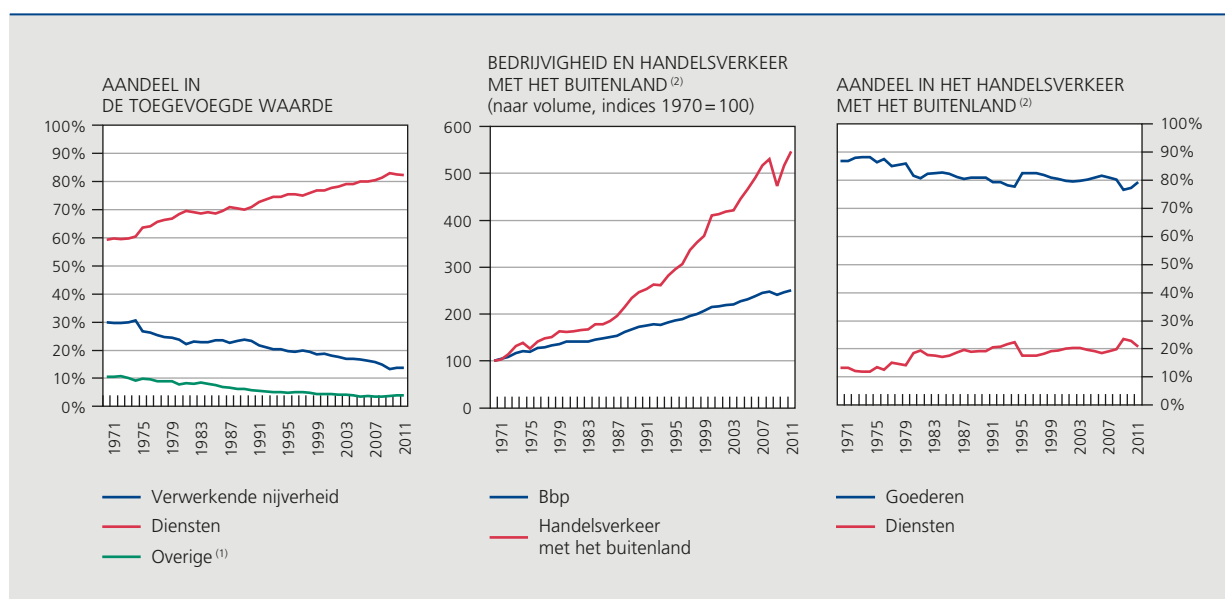
Inleiding

De productie- en handelsstructuur van de geavanceerde economieën werd tijdens de afgelopen vier decennia algemeen gekenmerkt door twee uitgesproken tendensen. Enerzijds heeft de verwerkende nijverheid aan belang ingeboet, zowel qua werkgelegenheid als qua toegevoegde

waarde, en dit ten voordele van de dienstenactiviteiten. Anderzijds blijven de goederen een voorrangspost innemen in het internationale handelsverkeer. Dit laatste is overigens sneller gegroeid dan de bedrijvigheid. België vormt op deze ontwikkelingen geen uitzondering: het aandeel van de verwerkende nijverheid in de totale werkgelegenheid is met 20,1 procentpunt gekrompen, van 31,8 % in 1970 tot 11,7 % in 2012; dat van de nominale toegevoegde waarde is verkleind van 30 % tot 13,3 %.

^(*) De auteurs danken Carine Swartenbroeckx, Martine Druant, Jan De Mulder en Jean-Paul Duprez voor hun medewerking.

GRAFIEK 1 DE CONTRASTERENDE POSITIE VAN DE INDUSTRIE IN DE BELGISCHE ECONOMIE



Bron: INR.

(1) Omvatten de landbouw en de visserij, de delfstoffen, de productie en distributie van elektriciteit en gas, water, afvalwater en afval. De bouwnijverheid, daarentegen, maakt deel uit van de diensten.

(2) Gemiddelde van de in- en uitvoer van goederen en diensten.

Tegelijkertijd is het uitvoer- en invoervolume meer dan verviervoudigd, terwijl het bbp slechts met een factor 2,5 is toegenomen. Deze uitgesproken groei van het handelsverkeer met het buitenland heeft slechts weinig te maken met een opbloei van de diensteninvoer en -uitvoer⁽¹⁾, aangezien het aandeel van de goederen zich heeft gehandhaafd op ongeveer 80 %.

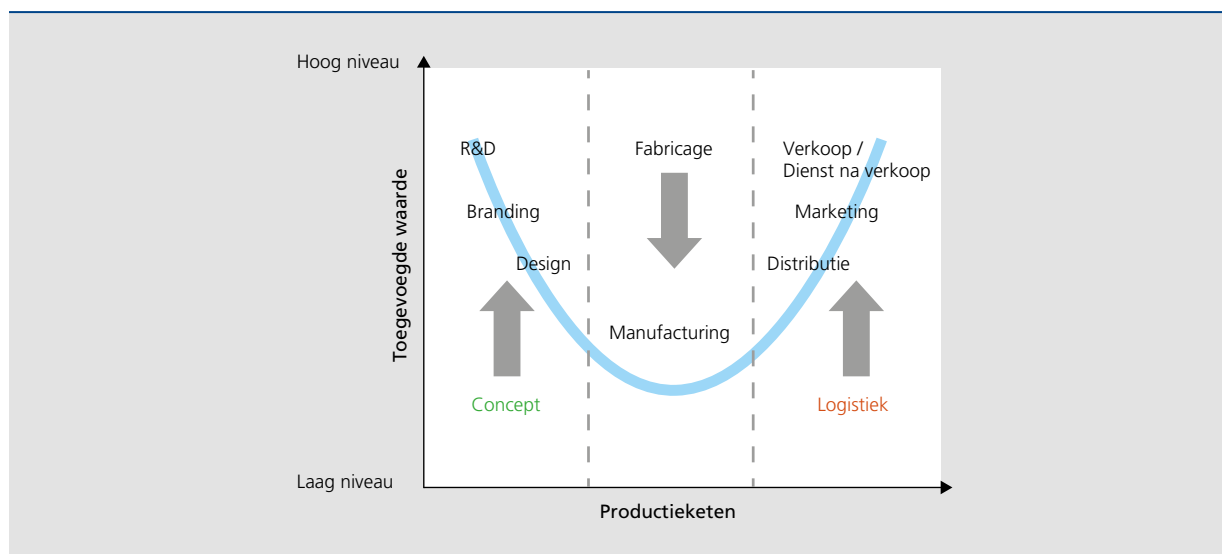
Worden deze de-industrialisering of tertiarisering van de economie, enerzijds, en de klaarblijkelijke en grotere deels door de industrie geschraagde mondialisering, anderzijds, afzonderlijk beschouwd, dan kunnen ze contradictorisch lijken. Zoals reeds uitvoerig is toegelicht in tal van verslagen en artikelen, met name in het Economisch Tijdschrift⁽²⁾, zijn deze fenomenen nochtans in hoge mate bepaald door een reeks gemeenschappelijke factoren van technologische en institutionele aard. In het bijzonder de ontwikkeling van de transport- en de informatie-uitwisselingsmiddelen alsook de afschaffing van de douanegrenzen hebben de internationale handel vergemakkelijkt. Zo hebben de stromen van de transitgoederen zich uitgebreid in de landen die beschikken over een internationale haveninfrastructuur, zoals België. De versterking van de internationale handel heeft, door het stimuleren van de internationale concurrentie en door de bedrijven vlotter toegang te verschaffen tot een uitgebreide reeks uit het buitenland afkomstige intermediaire inputs⁽³⁾, de productiviteitswinsten in de industrie overigens doen stijgen, waardoor productiefactoren vrijkwamen voor de ontwikkeling van dienstenactiviteiten.

De dienstenactiviteiten werden evenwel minder aan deze krachten blootgesteld. Het internationale dienstenverkeer stuit immers op natuurlijke hinderpalen. In tegenstelling tot goederen, die kunnen worden opgeslagen, is tussen het verlenen en het gebruik maken van bepaalde soorten diensten een nabijheid in ruimte of tijd vereist. Ook administratieve hinderpalen staan de ontwikkeling ervan in de weg; in geval van een natuurlijk monopolie of publiekgoeddimensie, kenmerkend voor meerdere segmenten van de dienstenactiviteiten, is trouwens een striktere regelgeving wenselijk.

Via het proces van internationale verdeling van de keten van waardecreatie, zijn sommige diensten echter sterk verweven met de productie en met de internationale handel van industriële goederen. De vooruitgang inzake informatie en telecommunicatie heeft het in dit opzicht eenvoudiger gemaakt om de productieprocessen vanop afstand te beheren alsook om de dienstverlening – vaak op indirecte wijze – in de industriële productie te integreren. In 2010 bedroeg het aandeel van de waarde afkomstig van de dienstenbranches, op wereldniveau, bijna 40 % van het totale bedrag van de voor de uitvoer

- (1) In België heeft het internationale dienstenverkeer voornamelijk betrekking op reizen (vooral aan de invoerzijde), vervoer en diverse diensten aan ondernemingen (Duprez, 2011).
- (2) Voor een analyse op Belgisch niveau, zie met name Robert en Dresse (2005). Huwart en Verdier (2013) zijn de auteurs van een zeer gedetailleerde studie op wereldniveau.
- (3) Een intermediaire input is een goed dat, of een dienst die in het productieproces wordt gebruikt teneinde te worden omgezet in output; deze laatste kan bestemd zijn voor de binnenlandse markt (hetzij voor consumptie, hetzij voor investering) of voor de export.

GRAFIEK 2 BELANG VAN DE DIENSTEN IN HET PRODUCTIEPROCES: DE SMILINGCURVE



Bron: Acer's Stan Shih: Empowering Technology – Making Your Life Easier, in De Backer (2013).

bestemde industriële producten. De 'smilingcurve' illustreert deze tendens. De diensten die voorafgaan aan de productieketen, namelijk R&D, branding en design, of die aan het einde ervan, namelijk distributie, marketing en verkoop, vertegenwoordigen vandaag een aanzienlijk deel van de waarde van de industriële producten. Voor sommige producten, in het bijzonder IT-producten, is dat aandeel mettertijd zelfs aanzienlijk toegenomen.

Tegenwoordig doen bedrijven in hoge mate een beroep op – soms ingevoerde – externe inputs; sommige activiteiten besteden ze zelfs uit. Deze tendens, die evenveel profijt trekt van de mondialisering en van de productiviteitswinsten als dat ze ertoe bijdraagt, weerspiegelt de splitsing van de opeenvolgende activiteiten en taken, waarvan elk op zich een schakel in de productieketen vormt. Uiteindelijk wordt deze laatste, op een soms complexe wijze, geleidelijk gefragmenteerd binnen een netwerk van internationale relaties met een nu eens lineaire en dan weer concentrische structuur rond productieknoten (Baldwin en Venables, 2010).

Om dit fenomeen te illustreren, wordt vaak verwezen naar het voorbeeld van de Apple-producten die, zoals soms blijkt uit een vermelding op het product, ontworpen zijn in Californië en geassembleerd in China. De uitvoerprijs van het product op het ogenblik dat het China verlaat, impliceert echter slechts een geringe vergoeding voor het Chinees assemblagebedrijf, aangezien de geassembleerde stukken of onderdelen afkomstig zijn uit Korea, Japan, Duitsland, of zelfs uit de Verenigde Staten (Xing en Detert, 2010, Dedrick et al., 2010). Ook uit andere voorbeelden blijken de complexe relatienetwerken tussen de bedrijven. Zo bevond IBM zich in 1996 in het middelpunt van een geheel van bijna duizend beursgenoteerde ondernemingen. De distributieketen van het Amerikaanse kledingmerk Gap, van haar kant, schakelt wereldwijd om en nabij 3 000 fabrieken in om haar winkels te bevoorraden (Huwart en Verdier, 2013).

Te midden van deze ontwikkelingen hebben de multinationale ondernemingen volop de mogelijkheden benut om hun productie efficiënter te maken, door tegelijkertijd meer aan kostenbeheersing te gaan doen. Profijt trekkend van de technologische en economische vooruitgang, en van de door elke productiesite geboden comparatieve voordelen, hebben ze volop deelgenomen aan de integratie van de productieketens over de nationale grenzen heen. Ook de mogelijkheid om bepaalde productiefases onder te brengen in landen met een soepeler fiscale, sociale of ruimtelijke wetgeving heeft aan deze ontwikkeling bijgedragen. Het opkomen van nieuwe economieën met een veelbelovend groeipotentieel, ten slotte, heeft de multinationals ertoe aangespoord zich overal ter wereld

te vestigen. Deze nieuwe productie- en consumptievestigingen hebben tevens gezorgd voor een uitbreiding van de goederenstromen tussen de moederondernemingen en hun buitenlandse dochterondernemingen, die in 2010 meer dan 80 % van de wereldhandel uitmaakten (UNCTAD, 2013).

Hoewel deze verschijnselen reeds verschillende jaren bekend zijn, kon de exacte omvang ervan, bij gebrek aan een adequaat statistisch instrument, tot dusver niet worden achterhaald. De traditionele statistische systemen meten op gedetailleerde wijze de internationale goederenstromen (via de gegevens van de buitenlandse handel) of de relaties tussen de bedrijfstakken binnen een economie (aan de hand van de input-outputtabellen), maar ze maken het niet mogelijk om op een geïntegreerde wijze de internationale dimensie van deze relaties te bepalen. Deze tekortkoming wordt nu deels verholpen door de publicatie van gegevens over de internationale ketens van waardecreatie. De voor hun opstelling gebruikte methodologie is weliswaar niet volledig transparant, en deze nog recente gegevens zullen wellicht worden herzien. Ze kunnen evenwel elementen aan het licht brengen aan de hand waarvan een beter inzicht kan worden verworven in het overwicht van de goederen in de internationale handel, gegeven het belang van de diensten in een economie.

Daartoe wordt in dit artikel, op basis van deze nieuwe statistieken, een benadering gehanteerd vanuit het oogpunt van de toegevoegde waarde. Nadat in hoofdstuk 1 de grote lijnen worden beschreven die ten grondslag liggen aan de opstelling van deze gegevens, wordt de Belgische economie gesitueerd in de internationale fragmentatie van de productie. Enerzijds, zoals wordt beschreven in hoofdstuk 2, is die plaats gekenmerkt door een eigen specificiteit, namelijk de rol van draaischijf voor de goederenstromen tussen de Europese economieën en de rest van de wereld. Anderzijds wordt in hoofdstuk 3 aangetoond in welke mate de binnenlandse bedrijfstakken verweven zijn met de ketens van de toegevoegde waarde, waarbij uitdrukkelijk de nadruk wordt gelegd op zowel de werkende nijverheid als de diensten. De conclusie van dit artikel bevat niet alleen de lessen die worden getrokken uit het verkennend gebruik van de nieuwe gegevens, ze reikt ook potentiële pistes aan voor toekomstige onderzoeken en analyses.

1. Een nieuw statistisch instrument: de internationale waardeketens

Vanuit het streven om de realiteit van het handelsverkeer met het buitenland beter te begrijpen, ontstond een sterke interesse om een aangepast statistisch instrument

te ontwikkelen. Naast andere projecten⁽¹⁾, werkten de OESO en de WHO gezamenlijk een nieuwe databank uit over de waardeketens⁽²⁾. In de praktijk is deze databank opgebouwd rond een mondiale input-outputtabel. Deze laatste werd opgesteld aan de hand van twee belangrijke bronnen. De aanbod- en gebruikstabellen⁽³⁾ en de input-outputtabellen⁽⁴⁾ van de verschillende beschouwde nationale economieën werden op basis van de gegevens over de buitenlandse handel met elkaar verbonden. Dankzij de eerstgenoemde kunnen, voor iedere bedrijfstak van elke economie, de in de productie aangewende intermediaire inputs worden vastgesteld. De per land en per type van goederen gedetailleerde gegevens van de buitenlandse handel, van hun kant, maken het mogelijk de leveranciers van intermediaire inputs (via de invoergegevens) en de directe ontvangers van de uitgevoerde producten (via de uitvoergegevens) te identificeren. Door de informatie over alle economieën te bundelen, kunnen de productieketens worden gereconstrueerd.

Door het samenbrengen van verschillende onderling verbonden gegevensbronnen, dat binnen een meerlandenkader zo coherent mogelijk wordt uitgevoerd, kan het verband tussen het handelsverkeer met het buitenland en de in elke economie gegenereerde toegevoegde waarde relevanter worden benaderd. Aan de hand van een eenvoudig fictief voorbeeld kan de filosofie ervan worden aangetoond. Veronderstel dat land A voor € 90

aan goederen en diensten uitvoert naar land B. Dit bedrag wordt er als input aangewend voor de productie die op haar beurt wordt uitgevoerd naar land C, voor een totaalbedrag van € 100.

In dit vereenvoudigde voorbeeld (grafiek 3) beloopt de mondiale uitvoer € 190 (90+100), terwijl de totale toegevoegde waarde die wordt gegenereerd door de productie van internationaal verhandelde goederen en diensten € 100 (90+10) bedraagt. Het verschil komt voort uit de dubbelrekening van de input die A levert aan B en die, na

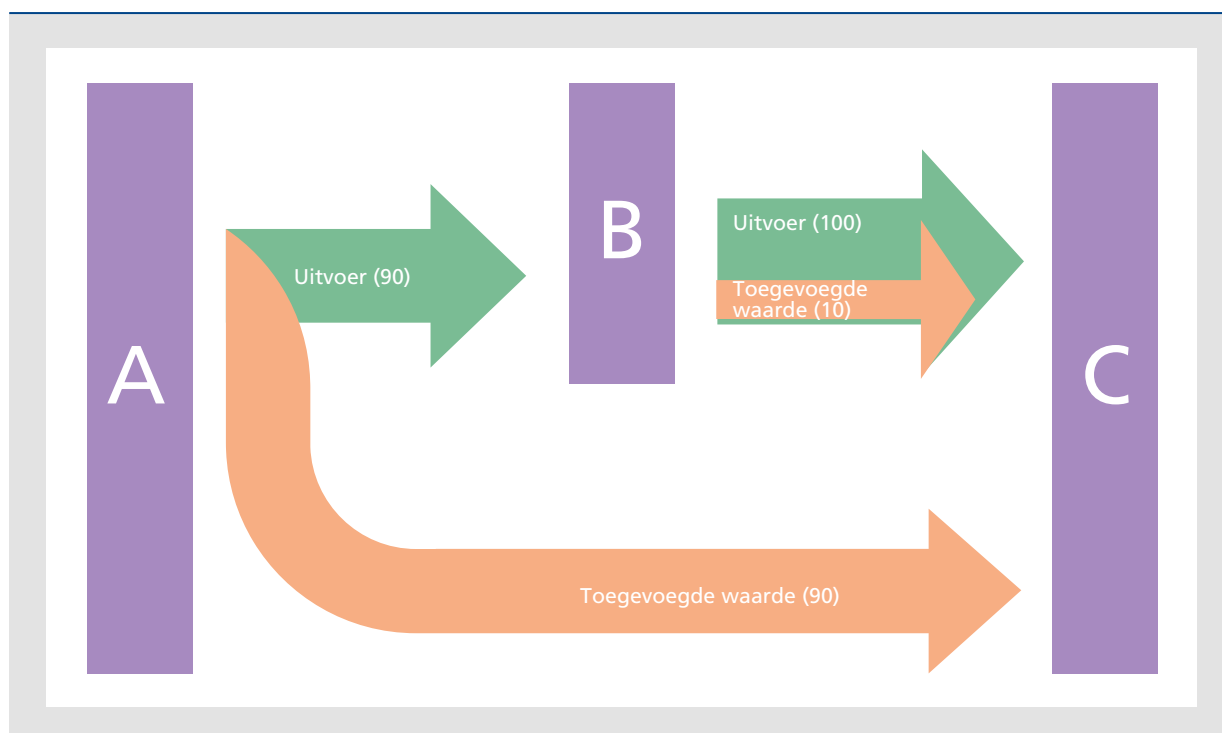
(1) Naast dat van de OESO/WHO bestaan er nog andere vergelijkbare projecten met een geaggregeerde input-outputmatrix. De UNCTAD-Eora GVC databank omvat 187 landen, voor een aantal bedrijfstakken dat afhangt van het beschouwde land, en betreft de periode 1990-2010. De door het IDE-JETRO ontwikkelde Asian International I-O tables omvatten 76 bedrijfstakken in tien Aziatische landen op een vijfjaarlijkse basis vanaf 1975. Het project van de World Input-Output Database (WIOD), dat geleid wordt door een consortium van onderzoeksinstituten en gefinancierd wordt door de Europese Unie, bevat de gegevens voor 35 bedrijfstakken van 40 landen op een jaarlijkse basis tussen 1995 en 2009. Daarnaast zijn tal van academische onderzoeken gebaseerd op de database van het Global Trade Analysis Project (GTAP) die werd opgericht door de Purdue University en die 57 bedrijfstakken van 129 landen omvat voor de jaren 2004 en 2007.

(2) Voor meer informatie, zie OESO/WHO (2012).

(3) De jaarlijks opgestelde aanbod- en gebruikstabellen geven een gedetailleerde beschrijving van de interne productieprocessen en de transacties in producten van de nationale economie per bedrijfstak en per productgroep. Ze bieden een overzicht van de structuur van de productiekosten, van het tijdens het productieproces gegenereerde inkomen, van de in de nationale economie geproduceerde goederen- en dienststromen en van de goederen- en dienststromen van en naar het buitenland. Ze zijn asymmetrisch, wat betekent dat ze productgroepen koppelen aan bedrijfstakken.

(4) De in België om de vijf jaar opgestelde input-outputtabellen bieden een gedetailleerd overzicht van de productie, de kostenstructuur, de productiviteit, de aanwending van de verschillende inputs in de productie en de onderlinge afhankelijkheid tussen de bedrijfstakken. In tegenstelling tot de aanbod- en gebruikstabellen zijn de input-outputtabellen symmetrisch, wat betekent dat ze ofwel productgroepen aan productgroepen koppelen, of bedrijfstakken aan bedrijfstakken.

GRAFIEK 3 HET HANDELSVERKEER MET HET BUITENLAND METEN UIT HET OOGPUNT VAN DE TOEGEVOEGDE WAARDE



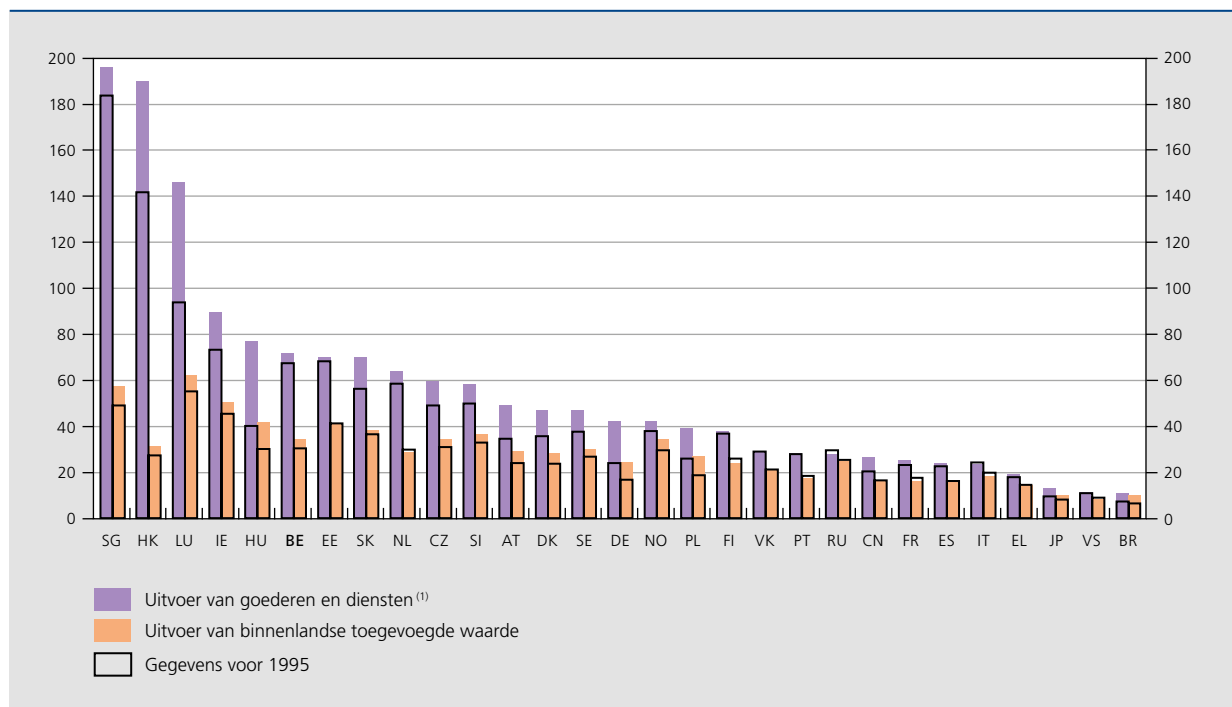
de bewerking ervan, opnieuw wordt uitgevoerd naar C. Op basis van de statistieken van de buitenlandse handel is land B de grootste exporteur, terwijl zijn aandeel in de creatie van toegevoegde waarde in de mondiale externe stromen slechts gering is.

Interessant is evenwel dat de totale handelsbalansen identiek blijven, ongeacht of ze worden beoordeeld in termen van netto-uitvoer of van netto toegevoegde waarde. Het handelssaldo is immers gelijk aan de productie min de consumptie, twee aggregaten waarop de wederuitvoer geen impact heeft. Bij deze saldi betreft het respectievelijk een overschot van € 90 in A, een overschot van € 10 in B en een tekort van € 100 in C. De bilaterale handelsbalansen, daarentegen, verschillen naargelang van de benaderingswijze (Stehrer, 2012). Door enkel de directe leverancier te identificeren, en niet de in de productieketen voorafgaande leverancier, zorgen de gegevens van de buitenlandse handel ervoor dat land C een handelstekort van € 100 heeft ten opzichte van land B, terwijl land C in feite voornamelijk de uit land A afkomstige productie verbruikt. Dit tekort van C ten opzichte van A komt tot uiting indien de situatie wordt beoordeeld uit het oogpunt van de toegevoegde waarde.

Ter illustratie: de overgang van de traditionele indicator, die de verhouding van de uitvoer tot het bbp weergeeft, naar een indicator waaruit het aandeel blijkt van de uitgeoefende binnenlandse toegevoegde waarde in het bbp, wijst erop dat de landen sterk convergeren op het vlak van de internationale openheidsgraad. Ook de rangschikking wordt enigszins gewijzigd. In het geheel van de 58 economieën waarop de gegevens van de OESO/WHO betrekking hebben (grafiek 4 bevat daar slechts een selectie uit), komt België op de negende plaats volgens de indicator van de uitvoer en op de achttiende plaats volgens die van de toegevoegde waarde, met respectievelijk 71,7 en 34,5 % bbp in 2009.

In de versie van mei 2013 van de gegevensbank van de OESO/WHO, waarop dit artikel is gebaseerd, is een reeks indicatoren openbaar beschikbaar, ofschoon de databank in extenso niet toegankelijk is. Deze indicatoren hebben betrekking op de economische relaties tussen 18 bedrijfstakken van de 58 landen. Deze databank dekt in totaal meer dan 90 % van de wereldhandel en meer dan 95 % van het mondiaal bbp. De gegevens zijn vanaf 1995 op vijfjaarlijkse basis beschikbaar en sinds 2008 op jaarbasis. Omdat de nationale gegevens voor 2010 nog

GRAFIEK 4 MAATSTAVEN VAN DE INTERNATIONALE OPENHEIDSGRAAD
(in % bbp, gegevens van 2009, tenzij anders vermeld)



Bronnen: EC, OESO, Wereldbank, NBB.

(1) Volgens de gegevens van de betalingsbalans.

niet integraal zijn gepubliceerd, hebben de meest recente gegevens betrekking op 2009.

Het vervolg van het artikel is hoofdzakelijk gebaseerd op deze meest recente gegevens, die blijkbaar niet gekenmerkt zijn door specifieke conjuncturele factoren die de toegelichte verschijnselen op uitzonderlijke wijze zouden hebben kunnen versterken. Zoals Foster-McGregor en Stehrer (2013) opmerken, is het gehalte aan buitenlandse toegevoegde waarde in de uitvoer in 2009 enigszins gedaald ten opzichte van de periode vóór de crisis van 2008-2009. Tussen 2009 en 2011 lijkt de situatie zich te hebben gestabiliseerd en in sommige landen zou opnieuw een niveau worden opgetekend dat dicht bij dat van vóór de crisis ligt. Zoals blijkt uit grafiek 4, vertoonden de meeste economieën in 1995 overigens reeds een openheidsgraad die vergelijkbaar was met die van 2009, wat bevestigt dat de integratie van de economieën geen recent verschijnsel is.

De benadering uit het oogpunt van de toegevoegde waarde kampt evenwel met enkele methodologische beperkingen. Zo stemt, in de gegevens van de buitenlandse handel, de opgetekende uitvoer van een land X naar een land Y zelden overeen met de invoer die land Y betreft uit land X. Deze asymmetrie van de 'spiegelstatistieken', die beide dezelfde stromen weergeven, is een statistische anomalie en bemoeilijkt de samenstelling van een mondiale input-outputmatrix. Derhalve moeten – potentieel aanzienlijke – arbitrages worden uitgevoerd. Uit verificaties is evenwel gebleken dat deze arbitrages voor België beperkt zijn, aangezien de waarden uit de databank van de OESO/WHO overeenstemmen met de beschikbare statistieken in de input-outputtabellen en de aanbod- en gebruikstabellen van het INR. Ze kunnen echter aanzienlijk zijn voor de opstelling van de gegevens betreffende de toegevoegde waarde die wordt gegenereerd in andere landen die eerder of later voorkomen in de waardeketens. Bovendien mag bij een analyse van de input-outputtabellen niet uit het oog worden verloren dat elke branche van de economie er zodanig wordt samengesteld dat ze een gemiddeld bedrijf vertegenwoordigt dat tot die branche behoort. In werkelijkheid kunnen de bedrijven binnen eenzelfde branche nochtans een sterke verscheidenheid vertonen op het vlak van werkgelegenheid, toegevoegde waarde, inputgebruik, bestemming van de uitvoer, enz.

2. De wederuitvoer van goederen

De internationale fragmentatie van de productieprocessen creëert een multiplicatoreffect in het internationale goederenverkeer. Dit effect speelt vooral wanneer de goederen louter worden doorgevoerd over het grondgebied

(transit), zonder te worden bewerkt. Deze invoer, gevolgd door een wederuitvoer, is in België bijzonder omvangrijk. Bijgevolg wordt er bij het opstellen van de nationale statistieken bijzondere aandacht aan besteed.

Met onder meer de haven van Antwerpen beschikt België immers over infrastructuren van internationale allure, waarvan de rol als in- en uitgangspoort van goederen de Belgische dimensie ver overstijgt, aangezien ze een aanzienlijk deel van de Europese markt bevoorraden. De wederuitvoer heeft betrekking op goederen, vermits die van diensten wellicht gering is en bovendien weinig wordt gemeten. Van alle goederen die de Belgische grenzen overschrijden en die zijn opgenomen in de zogeheten statistieken volgens het communautaire concept, is een groot gedeelte bestemd voor de wederuitvoer, zonder op het grondgebied enige bewerking te ondergaan.

In de Belgische statistieken wordt een onderscheid gemaakt naargelang het bedrijf dat de wederuitvoer verricht, al dan niet in het land gevestigd is. Een aantal buitenlandse bedrijven met een Belgisch btw-nummer klaart de goederen in vooraleer ze buiten de Belgische grenzen te brengen. Doordat hun economische aanwezigheid op het grondgebied beperkt blijft tot die ene taak, worden deze ondernemingen als niet-ingezeten eenheden beschouwd bij het opstellen van de Belgische statistieken en worden ze bijgevolg uit deze laatste geweerd (INR-NBB, 2009, 2012). Bij een beoordeling tegen invoerprijzen⁽¹⁾, bedroeg het aandeel in de doorvoer van de niet-ingezeten bedrijven in 2005 27,8% van de waarde van alle op het Belgisch grondgebied binnenkomende goederen.

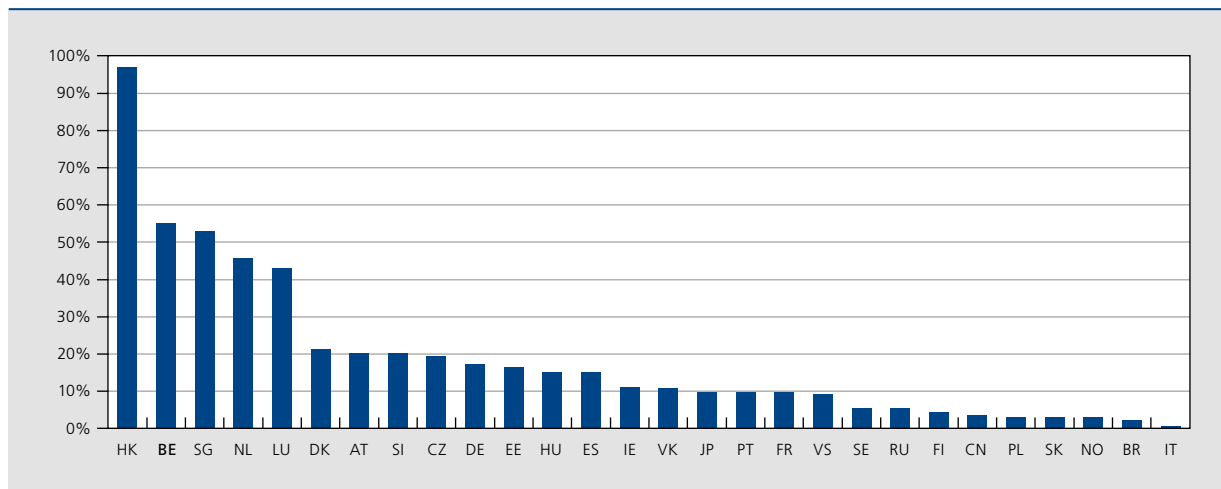
Wanneer de invoergegevens van goederen gecorrigeerd zijn voor deze niet-ingezeten doorvoerhandel, worden ze beschouwd als 'volgens het nationale concept', aangezien de invoer noodzakelijkerwijs door een ingezetene gebeurt. Dit concept vormt de basis van de Belgische statistieken van de betalingsbalans en de nationale rekeningen. Sommige ingezeten ondernemingen voeren de goederen evenwel ook opnieuw uit; de geraamde waarde van deze wederuitvoer beliep in 2005 25,5% van de invoer volgens het communautaire concept, dat is 35,3% van de invoer volgens het nationale concept. Zoals blijkt uit deze percentages, zwengelt de wederuitvoer het internationale goederenverkeer aanzienlijk aan voor landen die zich, zoals België, op het kruispunt van handelswegen bevinden.

Hoewel een analyse van de situatie in de drie buurlanden, op basis van met name de input-outputtabellen, moeilijk

(1) De beoordeling tegen invoerprijzen omzeilt de delicate kwestie van de tijdens de wederuitvoer tot stand gebrachte handelsmarges, waarvan niet altijd een nauwkeurige opsplitsing naar type van stromen beschikbaar is.

GRAFIEK 5 OMVANG VAN DE WEDERUITVOER VAN GOEDEREN

(aandeel in de uitvoer van goederen volgens het communautaire concept van de buitenlandse handel, gegevens van 2009)



Bronnen: UNCTAD, OESO.

is omdat de gegevens internationaal niet perfect vergelijkbaar zijn, wijst ze erop dat deze wederuitvoer ook in Nederland voorkomt, waar hij in 2005 meer dan 55% van de invoerwaarde volgens het communautaire concept bedroeg. Ook Duitsland kent een grote wederuitvoer (met ongeveer 20% van de goederen die het grondgebied binnenkomen), terwijl Frankrijk, met bijna 11%, blijkbaar minder met dit verschijnsel wordt geconfronteerd⁽¹⁾. Om deze stromen voor een ruimer geheel van landen te ramen, kan gebruik worden gemaakt van de van de OESO/WHO afkomstige gegevens over de waardeketens. Op basis van deze gegevens verschaft grafiek 5, ter informatie, het geraamde aandeel van de wederuitvoer in de totale goederenuitvoer in 2009⁽²⁾.

Interessant is dat de door de internationale instellingen of academische of openbare onderzoekscentra uitgevoerde studies van de buitenlandse handel, en vooral van de uitvoer, doorgaans opgesteld zijn op basis van de gegevens volgens het communautaire concept. Ze omvatten dan ook het geheel van de stromen van wederuitvoer, met inbegrip van die welke door niet-ingezetenen worden uitgevoerd. Deze gegevens zijn immers beschikbaar voor een groot aantal landen, terwijl het opstellen van statistieken volgens het nationale concept typisch Belgisch is. Net

als elders wordt de buitenlandse handel in België echter kunstmatig opgevoerd door de voor de wederuitvoer bestemde ingevoerde goederen. Om die reden, maar ook omdat die wederuitvoer beantwoordt aan specifieke determinanten zoals de aanwezigheid van een haven of de ligging langs handelswegen, worden de ingevoerde goederen vanaf nu in de analyse buiten beschouwing gelaten. Conform de wijze waarop de statistieken van de waardeketens worden opgemaakt, wordt bijgevolg uitsluitend gefocust op de voor de uitvoer bestemde binnenlandse productie⁽³⁾. Verderop in dit artikel wordt dus met uitvoer van goederen en diensten verwezen naar deze afkomstig van de binnenlandse productie, met andere woorden ongerekend de wederuitvoer van goederen.

3. Positie van de Belgische bedrijfstakken in de mondiale waardeketens

De participatie van de Belgische producenten in de mondiale waardeketens wordt in fine afgemeten aan de omvang van hun uitvoer van goederen en diensten. Deze uitvoer weerspiegelt immers hun vermogen om aan te sluiten bij de gemondialiseerde productieprocessen, en aldus om de vraag van de afzetmarkten te beantwoorden. De traditionele benadering van de uitvoer, waarbij de binnenlandse productie van het land van uitvoer voorziet in de consumptieve of de investeringsvraag van het land van bestemming, is grotendeels achterhaald. Vandaag de dag is het moeilijk de oorsprong van de gecreëerde goederen en diensten en hun eindbestemming aan de vraagzijde te

(1) Deze vaststellingen worden gestaafd door het relatieve belang van de zeehavens in de goederenhandel (Mathys, 2013; Eurostat, 2013).

(2) Hieruit blijken afwijkingen ten opzichte van de percentages die werden berekend voor de aangrenzende landen. De gebruikte methode en gegevens zijn immers licht verschillend. De raming gebeurt overigens aan de uitvoerzijde en voor het jaar 2009. De ordegroottes blijven echter algemeen beschouwd identiek.

(3) De eventueel door nationale bedrijven geleverde transport- en logistieke diensten en de handelsmarges van de ingezetenen, die bij de wederuitvoeractiviteiten worden verwezenlijkt, zijn echter wel opgenomen in de voor de uitvoer bestemde binnenlandse productie.

achterhalen. Enerzijds kan de uitvoer, in een later stadium van de keten, op zijn beurt worden heruitgevoerd naar derde landen, eventueel na transformatie. Anderzijds incorporeren de ondernemingen met hun productieactiviteiten, met name met voor de uitvoer bestemde activiteiten, niet alleen eigen toegevoegde waarde uit de inzet van hun productiefactoren, maar ook binnenlandse inputs uit andere economische bedrijfstakken, en inputs uit het buitenland⁽¹⁾. Het concurrentievermogen van een onderneming wordt bepaald door de combinatie van de intermediaire inputs en haar eigen productiefactoren.

Deze verschillende kenmerken worden in dit hoofdstuk geïllustreerd aan de hand van statistieken voor België die afkomstig zijn uit de databank van de OESO/WHO. Deze eerste analyse van de gegevens voor België vormt een aanvulling op de algemene informatie in de OESO-publicaties (cf. onder meer De Backer en Miroudot, 2012) en de UNCTAD (2013). Ze belicht de positie van België in de waardeketens, op grond van een eerste identificatie van de bedrijfstakken en landen die een rol spelen in een vroeger of later stadium van de productieketens waaraan België deelneemt. In het kader van een verkennende en beschrijvende benadering worden drie specifieke kwesties behandeld, namelijk het algemene belang van de invoer in de voor de uitvoer van goederen en diensten bestemde productie, dat van meer bepaald de dienstenactiviteiten ten behoeve van de uitvoer van de verwerkende nijverheid

en, tot slot, de initiële oorsprong van de invoer en de uiteindelijke bestemming van de uitvoer.

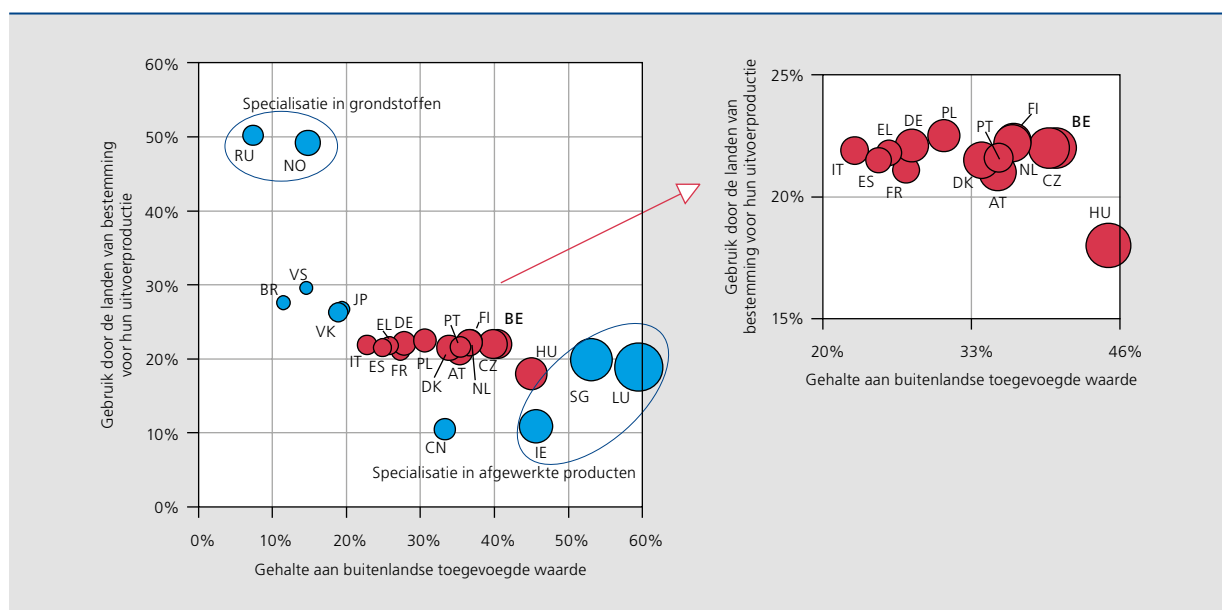
3.1 De rol van de intermediaire invoer

De voor de uitvoer bestemde binnenlandse productie omvat, zowel in België als in heel wat andere landen, een aanzienlijk gedeelte intermediaire invoer. Op wereldschaal belooft het aandeel van de buitenlandse toegevoegde waarde in de uitvoer, dat de omvang meet van de gebruikte intermediaire goederen en diensten uit het buitenland, nagenoeg 28% (UNCTAD, 2013). Zoals grafiek 4 aangeeft, bevat de uitvoer van de meest open economieën relatief minder binnenlandse toegevoegde waarde. Deze economieën steunen derhalve meer op buitenlandse toegevoegde waarde. Voor deze landen doen de tijdens het productieproces gebruikte buitenlandse intermediaire goederen en diensten de uitvoer immers toenemen. In grafiek 6 zijn de meest open landen, herkenbaar aan een grotere cirkel, dan ook terug te vinden in het rechtergedeelte van de grafiek, aangezien dit de landen omvat met het hoogste percentage aan buitenlandse toegevoegde waarde in de uitvoer van goederen en diensten.

(1) De ondernemingen incorporeren ook inputs uit andere ondernemingen van dezelfde bedrijfstak. Deze inputs worden echter niet gemeten in de input-outputtabellen, en derhalve ook niet in de gegevens met betrekking tot de waardeketens.

GRAFIEK 6 POSITIE IN DE WAARDEKETENS

(aandeel in de uitvoer van goederen en diensten, gegevens van 2008; de grootte van de cirkel staat in verhouding tot de uitvoer van goederen en diensten uitgedrukt in procenten bbb)



Bronnen: EC, OESO, Wereldbank.

Een groot aandeel aan intermediaire invoer betekent bovendien dat een land zich eerder aan het einde van de productieketen bevindt. Bijgevolg is de uitvoer van die landen doorgaans rechtstreeks bestemd voor consumptie door de ontvangers ervan, en niet zozeer bedoeld als input voor de uitvoerproductie van deze laatste (zie voor deze indicator Hummels et al., 2001). Deze landen bevinden zich dus in het onderste gedeelte van grafiek 6, aangezien hun uitvoer slechts in geringe mate dient als intermediaire input voor een buitenlandse, op haar beurt voor de uitvoer bestemde productie. Een land rechtsonder in de grafiek bevindt zich dan ook aan het einde van de productieketen, wat betekent dat het dicht bij de eindverbruiker staat. Dat is het geval voor Luxemburg en Ierland, die producenten zijn van finale goederen en – vooral – van diensten. Omgekeerd situeren de landen die aan het begin van de productieketen staan, met andere woorden vooral de landen die grondstoffen bezitten, zich linksboven in de grafiek. Rusland en Noorwegen, die rijkelijk bedeeld zijn met energiebronnen en grondstoffen, zijn aldus leveranciers van intermediaire inputs en doen voor hun productie slechts een gering beroep op buitenlandse toegevoegde waarde.

Specifieke kenmerken van elke economie beïnvloeden de participatiegraad en de plaats in de supranationale ketens van waardecreatie. Kleine landen zijn doorgaans sterker aangewezen op buitenlandse inputs, aangezien hun binnenlandse productiefactoren niet altijd volstaan om een volledig gamma aan intermediaire producten en diensten te kunnen aanbieden. Landen die beschikken over een haveninfrastructuur van internationale allure, zoals Singapore, België of Nederland, voegen bovendien ook meer buitenlandse inputs toe aangezien ze gebruik kunnen maken van hun concurrentievoordeel inzake bevoorradingskosten.

Uit een meer specifiek onderzoek van de positie van België ten opzichte van de landen die soortgelijke kenmerken vertonen, blijkt echter dat ons land in relatief hoge mate op intermediaire inputs uit het buitenland steunt. Behalve aan de hierboven vermelde factoren, kan dit te wijten zijn aan de sterke specialisatie van het land in industriële bedrijfstakken, die veel grondstoffen verbruiken. De Belgische uitvoer bevindt zich op zijn beurt in een intermediair segment van het productengamma. Hij wordt dus, zoals in die vergelijkbare landen, gebruikt als input voor de door andere economieën geproduceerde uitvoer.

3.2 Belang van de diensten voor de industriële uitvoer

Een grondiger analyse van de intermediaire invoer van de verschillende bedrijfstakken van de Belgische economie levert twee belangrijke bevindingen op. Ten eerste is het gehalte aan buitenlandse toegevoegde waarde (TW) het grootst in de export van de bedrijfstakken uit de verwerkende nijverheid. In vergelijking met de dienstenbedrijven, doet de verwerkende nijverheid een groter beroep op ingevoerde intermediaire inputs. In 2009 beliep het aandeel daarvan in de totale uitvoer van de verwerkende nijverheid gemiddeld 42 %. Deze sterke afhankelijkheid van buitenlandse goederen en diensten is niet eigen aan de Belgische industrie; ze is een algemeen verschijnsel in tal van andere landen (Johnson en Noguera, 2012).

Naast de 42 % uit het buitenland, blijkt gemiddeld 32 % van de totale door de industriële uitvoer geïncorporeerde toegevoegde waarde afkomstig te zijn uit de rechtstreeks betrokken bedrijfstak, terwijl 25 % uit andere bedrijfstakken van de Belgische economie komt⁽¹⁾. Hoewel deze percentages rechtstreeks afhankelijk zijn van de wijze waarop de bedrijfstakken worden omschreven, alsook van hun aggregatiegraad, illustreren ze de fragmentatie van de waardeketens binnen de grenzen, naar analogie met de internationale ketens.

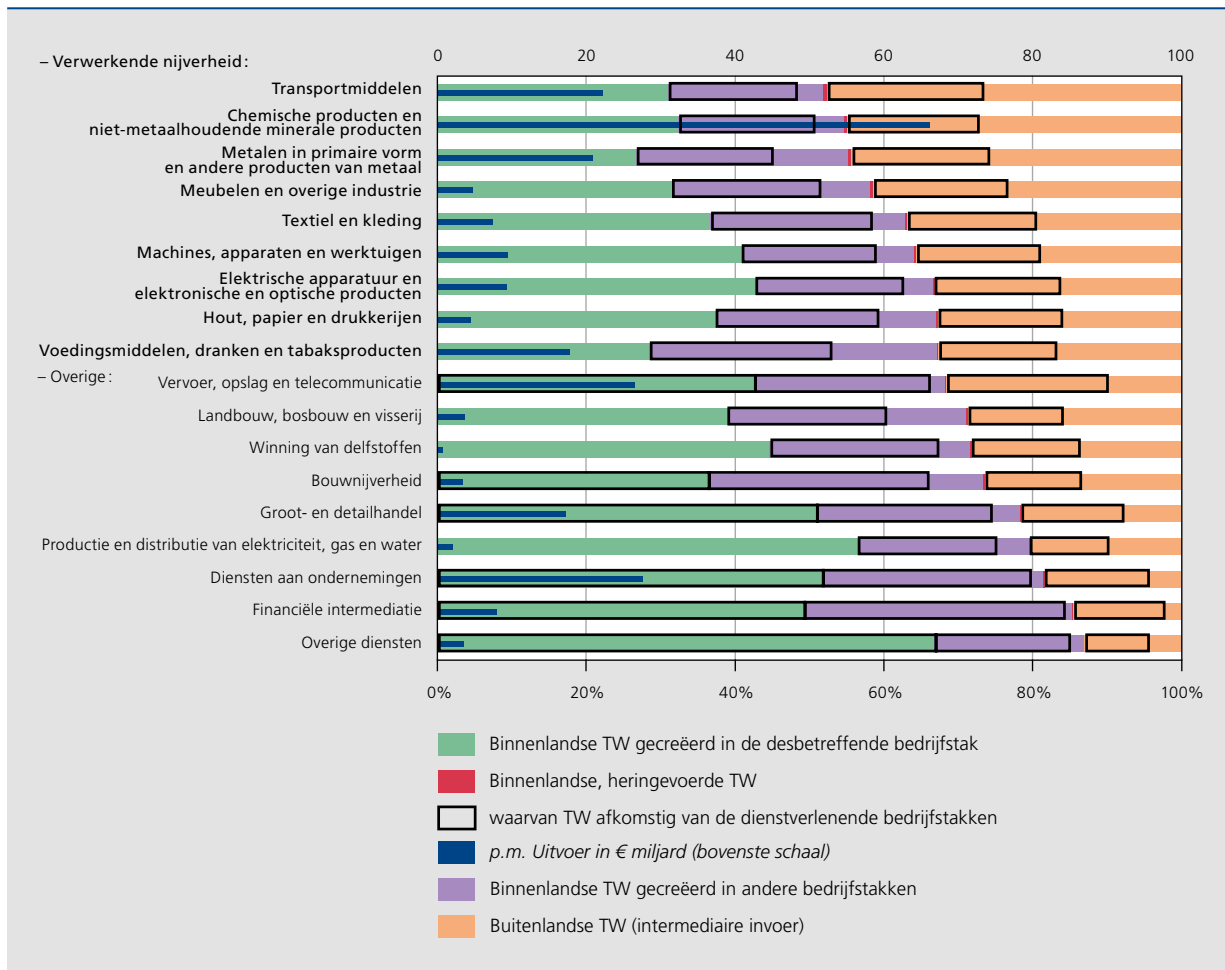
De tweede bevinding heeft betrekking op het indirecte belang van de diensten voor de industriële uitvoer. In 2009 waren de intermediaire inputs uit de dienstverlenende bedrijfstakken goed voor bijna 36 % van de waarde van de uitvoer van de verwerkende nijverheid, waarvan ongeveer de helft afkomstig was uit het buitenland. De diensten maken dus een essentiële component uit van de productie voor de uitvoer. In dat opzicht zijn ze eveneens zeer belangrijk voor het buitenlandse concurrentievermogen van de economie.

De uitbesteding voor dienstenactiviteiten past in een algemene tendens inzake specialisatie van activiteiten, waarbij elke onderneming zich sterker richt op haar kerntaken en bij externe leveranciers aanklopt voor andere inputs, in het bijzonder voor met de industriële activiteit verwante dienstverlening. Deze ontwikkeling is ook een van de factoren die ten grondslag liggen aan de de-industrialisering, die blijkt uit grafiek 1. Terwijl vroeger verschillende types van activiteiten werden uitgeoefend binnen eenzelfde industrieel bedrijf, wordt thans een groot gedeelte van de verwante diensten of activiteiten uitbested. Die tendens komt in de meeste geavanceerde economieën voor, zij het in uiteenlopende mate. In 2009 omvatte de industriële uitvoer in Frankrijk 44 % aan in de

(1) Het resterende 1 % stemt overeen met de heringevoerde inputs.

GRAFIEK 7 COMPONENTEN VAN TOEGEVOEGDE WAARDE PER ECONOMISCHE BEDRIJFSTAK

(gegevens van 2009, in % van de uitvoer van de bedrijfstak, tenzij anders vermeld)



Bron: OESO.

dienstverlenende bedrijfstakken gecreëerde toegevoegde waarde, tegen respectievelijk 38 % en 35 % in Duitsland en Nederland.

Van de waarde van de intermediaire diensten die door de verwerkende nijverheid in België werden gebruikt voor haar uitvoerbestemde productie, werd 37% gecreëerd in de groot- en detailhandel (inclusief de horeca), 34% in de activiteiten inzake dienstverlening aan ondernemingen⁽¹⁾, 16% in vervoer, opslag en communicatie, 7% in de financiële intermediairie en de rest (ongeveer 6%) in de overige dienstverlenende bedrijfstakken. Deze percentages variëren evenwel enigszins, afhankelijk van het feit of de intermediaire diensten al dan niet uit het binnenland afkomstig zijn. Komen ze uit het buitenland, dan is het aandeel van vervoer, opslag en communicatie groter, terwijl dat van de groot- en detailhandel kleiner is.

Ofschoon fabricaten het leeuwendeel blijven uitmaken van de uitvoer, bestaat de productie ervan, totaal beschouwd, uit een ruime combinatie van inputs die zijn geïmporteerd of die afkomstig zijn uit andere bedrijfstakken van de economie. Die productie berust derhalve op toegevoegde waarde die rechtstreeks wordt gegenereerd door de arbeid en het kapitaal die worden ingezet in andere bedrijfstakken, in het bijzonder in de dienstenbranches. Deze factoren dragen bijgevolg in hun geheel bij tot het externe concurrentievermogen van de ondernemingen uit de verwerkende nijverheid.

(1) Met inbegrip van vastgoed en huurgelden.

3.3 Initiële oorsprong van de inputs en eindbestemming van de uitvoer

De oorsprong van de inputs of de bestemming van de goederen uitvoer wordt traditioneel benaderd aan de hand van de gegevens van de buitenlandse handel⁽¹⁾. Aan de hand van de importgegevens uit deze bron kan het land van de directe leverancier worden achterhaald. In tegenstelling tot deze statistieken, die alleen informatie verschaffen over de voorgaande schakel in de keten, maken de nieuwe gegevens over de productieketens het mogelijk alle leverancierlanden van de voorgaande stadia in de keten te kennen. De participatie van elk van deze landen wordt gekwantificeerd door middel van het gehalte aan toegevoegde waarde dat achtereenvolgens wordt gecreëerd bij de fabricage van de inputs. Ook voor de uitvoer, waar de traditionele exportgegevens informatie verschaffen over de rechtstreekse bestemmingen, dat wil

zeggen de volgende schakel in de productieketen, bepaalt de analyse van de waardeketens de landen van eindbestemming van de in de Belgische industrie gecreëerde toegevoegde waarde. Indien in het voorbeeld van grafiek 3 wordt verondersteld dat de Belgische industrie het blok C vormt, dan kan aan de hand van de invoergegevens worden aangetoond dat € 100 van B komt, terwijl uit de gegevens van de productieketens blijkt dat € 90 afkomstig is van A en € 10 van B. Op basis van de nieuwe statistieken kan ook worden uitgemaakt wie de eindverbruikers van de uitgevoerde toegevoegde waarde zijn, dat wil zeggen de gebruikers die zich helemaal aan het einde van de waardeketen bevinden. In de veronderstelling dat de Belgische industrie in grafiek 3 het blok A vertegenwoordigt, wordt land C, in plaats van land B, aangemerkt als eindverbruiker.

Tabel 1 vergelijkt de gegevens over de oorsprong van de in de Belgische industrie gebruikte inputs en over de eindbestemming van de door deze laatste gecreëerde toegevoegde waarde met de statistieken van de buitenlandse handel. Hieruit blijkt dat de Europese Unie in het algemeen en de aangrenzende landen in het bijzonder, aan

(1) Voor de diensten is deze opsplitsing eveneens terug te vinden in de gegevens van de betalingsbalans, hoewel deze laatste wordt opgesteld aan de hand van een enquête bij een beperkt staal van ondernemingen.

TABEL 1 OORSPRONG VAN DE INTERMEDIAIRE INPUTS EN EINDBESTEMMING VAN DE UITVOER
(in %, gegevens van 2009)

	Vroegere productiestadia		Latere productiestadia		
	Oorsprong van de in de Belgische industriële uitvoer geïntegreerde buitenlandse TW	<i>p.m.</i> Goederenimport ⁽¹⁾	Eindbestemming van de door de Belgische industrie uitgevoerde TW	<i>p.m.</i> Goederenexport ⁽¹⁾	<i>p.m.</i> Jaarlijkse potentiële groei tussen 2013 en 2015
EU27	60,7	74,4	64,6	75,5	1,2 ⁽²⁾
Eurogebied	48,9	63,0	48,1	62,5	0,9
Duitsland	13,0	16,7	10,1	16,8	1,2
Frankrijk	9,9	13,1	14,6	18,1	1,5
Nederland	11,8	22,7	5,5	13,7	1,4
Italië	3,7	3,4	7,6	4,2	0,0
Spanje	2,4	2,4	4,0	3,1	0,4
Verenigd Koninkrijk	6,3	6,0	10,0	7,1	1,7
Noorwegen	2,7	1,5	0,6	0,5	2,8
Verenigde Staten	8,9	4,3	6,8	4,3	2,0
Rusland	4,0	1,9	1,8	0,9	3,3
China	2,5	2,8	2,4	1,9	8,3
Japan	3,0	2,8	1,3	0,6	0,8
India	1,2	1,1	1,8	2,4	6,8
Rest van de wereld	17,0	11,1	20,7	13,9	3,9

Bronnen: OESO, INR.

(1) Nationaal concept.

(2) Ongerekend BG, CY, LT, LV, MT en RO.

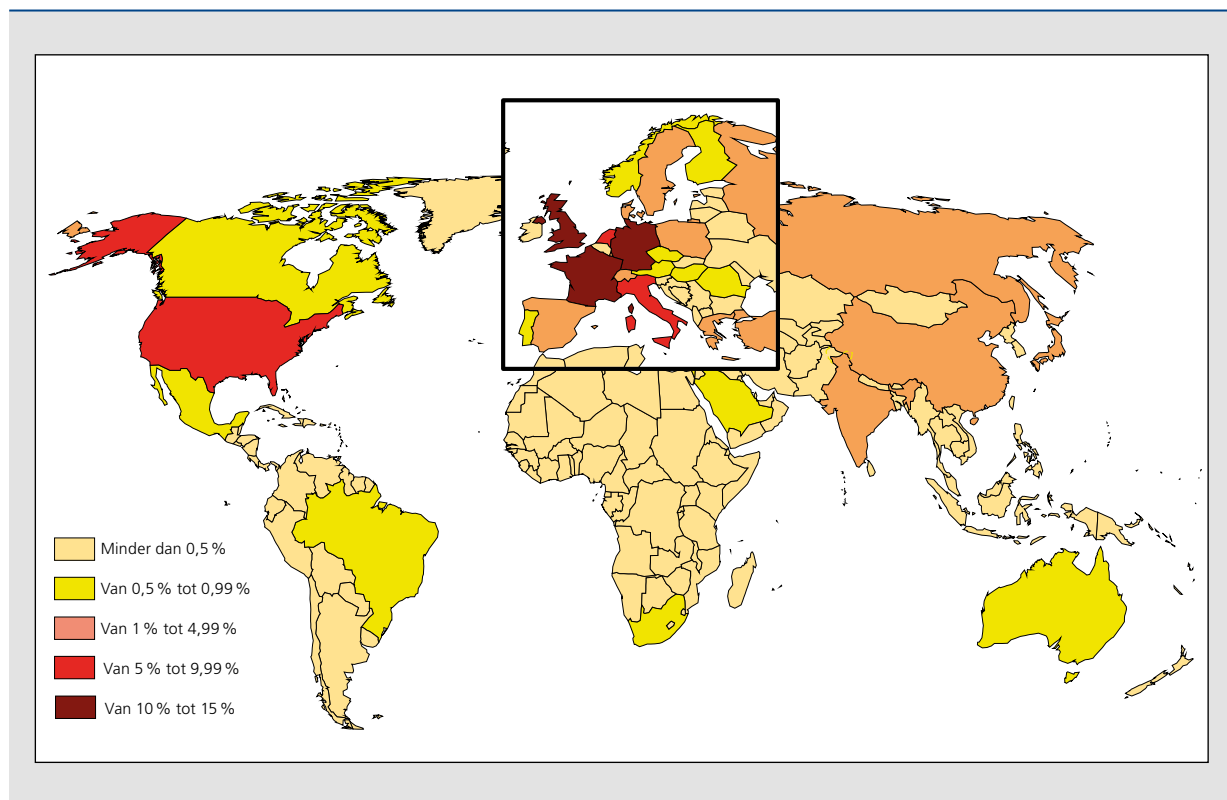
relatief belang inboeten. Dit komt doordat de in de goederenuitvoer opgetekende wederuitvoer bestemd is voor de buurlanden, waardoor het belang van deze landen als afzetmarkt voor de Belgische economie wordt opgedreven. Bovendien worden bepaalde door België uitgevoerde producten, bijvoorbeeld met bestemming Duitsland, getransformeerd en vervolgens opnieuw uitgevoerd naar derde landen. Al met al waren het eurogebied en de EU in 2009 goed voor respectievelijk 48,1 en 64,6 % van de uitvoer van Belgische industriële toegevoegde waarde, terwijl hun rechtstreeks gewicht in de uitvoer respectievelijk 62,5 en 75,5% beliep. Aan de invoerzijde speelt Nederland een aanzienlijk minder belangrijke rol als wordt overgeschakeld van de gegevens inzake het rechtstreekse handelsverkeer op die van de toegevoegde waarde, aangezien dit land ook een doorgang vormt voor de in België gebruikte inputs, vooral voor de energiedragers. Omgekeerd zijn het Verenigd Koninkrijk, de Verenigde Staten en verschillende Aziatische landen belangrijker als afzetmarkt voor de Belgische industrie dan wat op het eerste gezicht blijkt uit de gegevens van de buitenlandse handel. Hoewel de vergelijking tussen de beide datasets in meerdere opzichten delicaat is⁽¹⁾, maakt de analyse

duidelijk dat de in de Belgische industrie gecreëerde toegevoegde waarde naar een veelvoud van bestemmingen wordt uitgevoerd. Dit wordt gedetailleerder weergegeven in de kaart in grafiek 8.

Doordat rekening wordt gehouden met zowel de directe als de indirecte bijdrage van de Belgische exporteurs aan de buitenlandse finale vraag maakt de overschakeling van de gegevens van de buitenlandse handel op die van de toegevoegde waarde het mogelijk de geografische structuur van de afzetmarkten iets beter te koppelen aan de relatieve gewichten van de voornaamste groeipolen op wereldniveau. Graviteitsfactoren, zoals de geografische nabijheid of het behoren tot een geïntegreerd monetair en commercieel gebied, verklaren waarom de naaste landen van doorslaggevend belang blijven (cf. Amador et al, 2013). Feit is dat, voor België, het groeipotentieel van de buurlanden vrij beperkt blijkt te zijn in vergelijking met dat van andere economische regio's.

(1) Goederen omvatten producten uit andere bedrijfstakken dan alleen de verwerkende nijverheid. Bovendien kan de toegevoegde waarde van de industrie indirect worden uitgevoerd via dienstverlenende bedrijfstakken, ook al lijkt dat in de statistieken marginaal.

GRAFIEK 8 EINDBESTEMMINGEN VAN DE UITVOER VAN TOEGEVOEGDE WAARDE VAN DE BELGISCHE VERWERKENDE NIJVERHEID (in %, gegevens van 2009)



Bron: OESO.

Eerste conclusies en pistes voor toekomstige analyses

Dankzij de geïntegreerde benadering van de analyse van de mondiale ketens van de toegevoegde waarde, kunnen de mondialisering en de tertiarisering van de activiteitenstructuur van de economieën in een coherent kader worden bestudeerd. Een eerste onderzoek van de onlangs door de OESO/WHO opgestelde gegevens heeft meer bepaald voor België een aantal interessante conclusies opgeleverd. De belangrijkste daarvan zijn:

- Het overwicht van de goederen in het handelsverkeer met het buitenland is voor een deel toe te schrijven aan de wederuitvoer van goederen. De waarde van deze laatste kan op ongeveer een derde van de in de nationale rekeningen opgetekende goederenimport worden geraamd. Dit type stromen speelt een prominente rol in België vermits ons land, met de haven van Antwerpen, beschikt over een belangrijke toegang voor invoer naar en uitvoer uit de Europese markt.
- De voor de uitvoer bestemde binnenlandse productie, dus gezuiverd voor wederuitgevoerde invoer, bevat een groot gehalte aan buitenlandse toegevoegde waarde, die geïntegreerd wordt via de invoer van intermediaire inputs. In 2009 benaderde dit gehalte 40 % van de uitvoer van de Belgische verwerkende nijverheid.
- De uitvoer van de verwerkende nijverheid berust ook in ruime mate op intermediaire diensten, zowel binnenlandse als buitenlandse, naar rato van ongeveer 35 %. De diensten maken dus indirect deel uit van de uitvoer van industriële goederen. In dat opzicht zijn ze een essentiële factor in het buitenlandse concurrentievermogen van de economie.
- Het belang van de Europese landen in het algemeen en van de aangrenzende landen in het bijzonder, als afzetmarkten voor de Belgische industriële uitvoer, dient te worden gerelativeerd ten opzichte van het beeld dat wordt geschetst door de gegevens over de buitenlandse handel.

Een aantal van deze conclusies bevestigt, na becijfering ervan, reeds bekende of voordien veronderstelde feiten. De eerste maken het mogelijk de twee premissen van de paradox over de plaats van de industrie in de economie beter met elkaar te verzoenen, zoals blijkt uit grafiek 1. Deze paradox bestaat erin dat het aandeel van de goederen in de buitenlandse handel bijna 80 % belooft, terwijl de dienstenactiviteiten belangrijker zijn in de economie. Conceptueel onderstrepen ze dat de economische interpretatie van de uitvoergegevens wordt beïnvloed door een meervoudige telling, wanneer eenzelfde goed, of eenzelfde component die deel uitmaakt van een goed, de grens meermaals overschrijdt (Koopman et al., 2012). Andere conclusies bieden nieuwe inzichten, onder meer

over de oorsprong van de inputs of de eindbestemming van de uitgevoerde toegevoegde waarde. Naarmate de gegevens worden verfijnd of de beschouwde periode en de geografische dekking worden uitgebreid, zullen wellicht nieuwe lessen kunnen worden getrokken.

De analyse van de waardeketens vormt in dat opzicht een nuttige aanvulling waarmee de traditionele analyses inzake uitvoerresultaten of de-industrialisering in een ruimer perspectief kunnen worden geplaatst. Ze kan deze laatste echter niet vervangen, onder meer aangezien ze nood heeft aan complexe, uitgebreide en op dit ogenblik niet steeds geharmoniseerde stelsels van statistische gegevens over de waardeketens. De verschillende beschikbare bronnen die worden gebruikt om een mondiale input-output-tabel op te stellen, blijken immers niet altijd coherent te zijn, wat leidt tot mogelijkere aanzienlijke statistische arbitrages. Om deze gegevens te kunnen gebruiken voor doelstellingen inzake economisch beleid, zouden ze dan ook zorgvuldig moeten worden gevalideerd via toetsing aan alle elders beschikbare aggregaten. Bovendien zijn de gegevens over de waardeketens pas met drie of vier jaar vertraging beschikbaar, aangezien ze afhankelijk zijn van de beschikbaarheid van de statistieken van alle in aanmerking genomen economieën. Die vertraging verkleint de gebruiksperspectieven van deze gegevens wat de conjuncturele follow-up van de economie betreft. Tot slot is de opsplitsing volgens bedrijfstak niet erg verfijnd, aangezien ook die opsplitsing sterk afhankelijk is van de beschikbaarheid van gedetailleerde nationale aggregaten. De gegevens volgens type van goederen van de buitenlandse handel en, in mindere mate, die volgens type van diensten van de betalingsbalans, blijven dus zeer belangrijke bronnen van gedetailleerde informatie. De heterogeniteit van de ondernemingen, zelfs binnen bepaalde bedrijfstakken, is bovendien een argument om analyses te blijven uitvoeren aan de hand van de afzonderlijke bedrijfsgegevens.

Ondanks deze zwakke punten en beperkingen, opent de nieuwe benadering evenwel een aantal interessante perspectieven op het vlak van onderzoek en analyse. In dit stadium kunnen daarbij meerdere sporen worden gevolgd.

De gegevens van de mondiale input-outputtabel vormen een nuttige aanvulling op die van de nationale tabel ten einde een algemeen beeld te schetsen van het productieproces in België, ongeacht of het voor de binnenlandse markt of voor de uitvoer is bestemd. De door het Federaal Planbureau opgestelde input-outputmatrix van 2010 voor België zal overigens in de komende maanden beschikbaar worden.

De uitsplitsing van de waardeketens kan een beter inzicht bieden in de verwevenheid tussen de economieën.

Die informatie kan nuttig blijken om de transmissie van schokken tussen de economieën beter te begrijpen. De uitbreiding van aanbodschokken die zich voordoen in een vroeg stadium van de keten, of van vraagshokken in een later stadium, kan op die manier beter worden gemeten. Het in de analyse van deze gegevens geïdentificeerde multiplicatoreffect van de buitenlandse handel is ook een van de verklaringen voor de scherpe daling van de handel tijdens de crisis van 2008-09 (Altomonte et al., 2012). In het kader van de economische vooruitzichten zouden deze gegevens eventueel kunnen resulteren in een nauwkeuriger raming van de buitenlandse handel, aangezien ze in elk geval een betere beoordeling van de risico's mogelijk maken.

Door de recente publicatie van deze nieuwe statistieken, die een alternatieve maatstaf voor het buitenlandse handelsverkeer bieden, duiken nieuwe elementen op in het kader van het onderzoek naar het concurrentievermogen. Zo kunnen alternatieve of aanvullende indicatoren voor de bestaande gegevens worden geanalyseerd. Het aandeel in de werelduitvoer van toegevoegde waarde zou nuttig kunnen zijn als aanvulling op de bestaande indicatoren voor het aandeel in de wereldhandel⁽¹⁾. De specialisatie van de exportsector van een economie zou kunnen worden gedefinieerd aan de hand van de gegevens inzake de uitgevoerde toegevoegde waarde (Koopman et al., 2010). De handelsbalans naar type van product zou in overeenstemming kunnen worden gebracht met

een handelsbalans voor de toegevoegde waarde, waarbij de uitvoer van binnenlandse toegevoegde waarde wordt afgemeten aan de invoer van buitenlandse toegevoegde waarde, en dit per bedrijfstak van de economie.

De analyse van de waardeketens doet eveneens een aantal vragen rijzen over het vermogen van een economie om zich toe te leggen op de productiefases met een hoge intensiteit aan toegevoegde waarde of aan werkgelegenheid. Bij gebrek aan grondstoffen, en rekening houdend met onder meer het hoge gemiddelde niveau van het menselijk kapitaal, maar ook met de arbeidskosten, komt het er voor België wellicht op aan technologische instrumenten en een erkende expertise te ontwikkelen, om de meest technische en de meest gespecialiseerde stadia van de productieketen aan te trekken of te behouden. De vraag hoe de werking en de structuur van de economie moeten worden aangepast om ons land profijt te laten trekken van de wijzigingen op mondiaal niveau, blijft van cruciaal belang. Op basis van een eerste analyse van de ketens van de toegevoegde waarde, ziet het er meer dan ooit naar uit dat deze aangelegenheid, die talrijke facetten behelst, vereist dat op een geïntegreerde wijze rekening wordt gehouden met een ruim scala van dimensies.

(1) Het aandeel van de uitvoer van een land in de werelduitvoer is een van de traditioneel gebruikte indicatoren om het buitenlandse concurrentievermogen van een economie te meten. De Europese Commissie heeft het dan ook opgenomen in haar scoreboard inzake het toezicht op de macro-economische onevenwichten.

Bibliografie

- Altomonte C, F. Di Mauro, G. Ottaviano, A. Rungi en V. Vicard (2012), *Global value chains during the great trade collapse: a bullwhip effect?*, ECB, Working Paper 1412.
- Amador J., R. Cappariello en R. Stehrer (2013), *Global value chains: A view from the euro area*, CompNet, Working Paper.
- Baldwin R. en A. Venables (2010), *Spiders and snakes: offshoring and agglomeration in the global economy*, NBER, Working Paper 16611.
- De Backer K. (2013), 'OECD work on global value chains and trade in value added', CompNet meeting, Dublin, 13 March.
- De Backer K. en S. Miroudot (2012), 'Mapping Global Value Chains' OECD TAD/TC/WP/RD(2019)9, OESO.
- Dedrick J., K.L. Kraemer en G. Linden (2010), 'Who profits from innovation in global value chains? A study of the iPod and notebook PCs', *Industrial and Corporate Change* 19(1), 81-116.
- Duprez C. (2011), 'Het internationaal dienstenverkeer. Een toenemende bijdrage tot het lopend saldo van België', NBB, *Economisch Tijdschrift*, 59-75, december.
- Eurostat (2013), 'Continued recovery in volume of goods handled in EU ports', *Statistics in focus*, 7/2013.
- Foster-McGregor N. en R. Stehrer (2013), 'Value added content of trade: a comprehensive approach', *Economics Letters* 120, 354-357.
- Hummels D., J. Ishii en K.-M. Yi (2001), 'The nature and growth of vertical specialization in world trade', *Journal of International Economics* 54(1), 75-96.
- Huwart J. en L. Verdier (2013), *Economic Globalisation: Origins and consequences*, OECD Insights, OESO.
- INR-NBB (2012), Statistiek buitenlandse handel Maandbericht (2012-06), 5-6.
- INR-NBB (2009), Statistiek buitenlandse handel Maandbericht (2009-11), 5-31.
- Johnson R. en G. Noguera (2012), 'Accounting for intermediates: Production sharing and trade in value added', *Journal of International Economics* 86(2), 224-236.
- Koopman R., W. Powers, Z. Wang en S.-J. Wei (2010), *Give credit where credit is due: tracing value added in global production chains*, NBER, Working Paper 16426.
- Koopman R., Z. Wang en S.-J. Wei (2012), *Tracing value added and double counting in gross exports*, NBER, Working Paper 18579.
- Mathys C. (2013), *Economisch belang van de Belgische havens: Vlaamse zeehavens, Luiks havencomplex en haven van Brussel – Verslag 2011*, NBB, Working paper 242.
- OESO-WHO (2012), 'Trade in value-added: concepts, methodologies and challenges', Joint OECD-WTO Note.
- Robert B. en L. Dresse (2005), 'De industrie in België: vroegere ontwikkelingen en toekomstige uitdagingen', NBB, *Economisch Tijdschrift*, 7-46, september.
- Stehrer R. (2012), *Trade in value added and the value added in trade*, WIIW, Working Paper 81.

UNCTAD (2013), 'Global value chains: investment and trade for development', *World Investment Report 2013*, Geneva.

Xing, Y. en N. Detert (2010), *How the iPhone widens the United States trade deficit with the People's Republic of China*, ABDI, Working Paper 257.

Losgekoppeld en veerkrachtig ? De veranderende rol van de opkomende economieën in een onderling verbonden wereld

Ch. Buelens^(*)

Inleiding

De wereldeconomie heeft de afgelopen twee tot drie decennia een exceptionele overgangsfase doorgemaakt, die gekenmerkt werd door een sterkere integratie tussen de economieën. Deze integratie werd in de hand gewerkt door de dalende handels- en communicatiekosten, maar vooral door het toenemende belang van de opkomende economieën en ontwikkelingslanden (OE's) die als groep aanhoudend sneller groeiden dan de geavanceerde economieën (GE's)⁽¹⁾. De wijze waarop ze de mondiale financiële crisis van 2008 verwerkten, bevestigde in grote lijnen de sterke indruk die ze in de periode vóór de crisis hadden gemaakt: hoewel ze absoluut niet gespaard bleven van de negatieve invloed van de crisis, leefden ze doorgaans veel sneller op dan de GE's, ook al hebben zich nog niet alle regio's volledig hersteld.

Het wereldwijd toenemende belang van de OE's vergrootte automatisch hun invloed op economische grootheden zoals de mondiale groei, de prijzen en de handels- en financiële stromen. Tegelijkertijd zorgde het voor een nieuwe mondiale economische orde door de 'systeemkritische opkomende markten' (Rana, 2013) een grotere rol te laten spelen in de internationale economische governance, bijvoorbeeld in het kader van de G20, en door de dialoog en de samenwerking tussen deze economieën te versterken (bv. de jaarlijkse BRIC-topontmoetingen).

De uiteenlopende groeieresultaten van de OE's en de GE's deden herhaaldelijk twijfels rijzen over de duurzaamheid

van het (snelle) groeitempo in de OE's. De aandacht ging vooral uit naar de mate waarin hun conjunctuurcycli losgekoppeld waren van die in de geavanceerde economieën. In dat verband wekten de sterke groeieresultaten van de OE's ook meer belangstelling voor hun veerkracht, dat is het vermogen van een bijzonder land om periodes van groei in stand te houden en de duur van het herstel na een negatieve schok tot een minimum te beperken. Na enkele zeer zware financiële crisissen in de jaren negentig hebben tal van OE's hun beleidskader en hun instellingen immers hervormd, wat tijdens de recente crisis lonend is gebleken.

Het OE-aggregaat is uiterst heterogeen. Hoewel een gedetailleerde analyse voor afzonderlijke landen buiten het bestek van dit artikel zou vallen, is het toch belangrijk van meet af aan de nadruk te leggen op de bijzondere rol van China, dit vanwege het gewicht en de opmerkelijke groeieresultaten van dat land – sinds 1990 groeit de economie er met, in reële termen, gemiddeld 10 % per jaar.

^(*) Ik dank P. Butzen, A. Coleau, S. Cheliout, E. De Prest, W. Melyn en H. Zimmer voor hun commentaar en gedachteswisselingen. De hier toegelichte meningen en eventuele fouten zijn voor mijn eigen rekening.

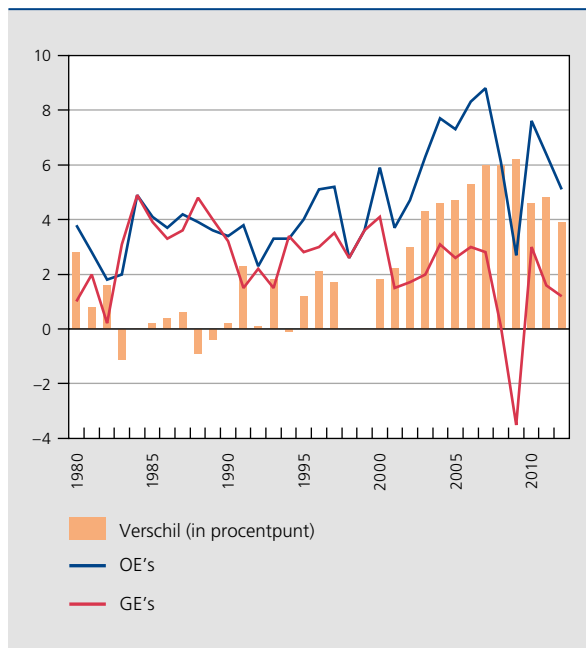
⁽¹⁾ In dit artikel (en tenzij anders vermeld) wordt de IMF-classificatie gehanteerd. Meestal wordt verwezen naar het ruime aggregaat van de opkomende economieën en ontwikkelingslanden (OE's), dat 153 landen omvat, en naar de verschillende regionale aggregaten waaruit het bestaat: Centraal- en Oost-Europa (CEE, 14 landen); Commonwealth of Independent States (CIS, 12); Opkomende landen van Azië (EA, 28); Latijns-Amerika en de Caraïben (LAC, 32); Midden-Oosten en Noord-Afrika (MENA, 20); Midden-Oosten en Noord-Afrika, Afghanistan en Pakistan (MENAAP, 22); Subsaharaans Afrika (SSA, 45) (IMF, 2013). Er zij opgemerkt dat verschillende auteurs soms uiteenlopende classificaties hanteren (waarbij ze meer bepaald een onderscheid maken tussen opkomende markten, enerzijds, en ontwikkelingslanden, anderzijds) of werken met deelgroepen hiervan, wat de vergelijkbaarheid van bepaalde cijfers kan beïnvloeden. Een populaire landengroepering die door vele onderzoekers (en af en toe in dit artikel) wordt gebruikt, is die van de zogeheten BRIC-landen (Brazilië, Rusland, India en China).

In China, waar een vijfde van de wereldbevolking woont, steeg het aandeel in het mondiaal bbb (in nominale termen) van 1,8% in 1990 tot 11,5% in 2012, waardoor het nu de op één na grootste economie ter wereld is, ook al blijft de levensstandaard er vooralsnog relatief laag. Tal van algemene conclusies over de OE's worden dan ook wellicht veroorzaakt of sterk beïnvloed door de economische ontwikkelingen in China.

Dit artikel beoogt ten eerste te illustreren hoe het toenemende gewicht van de OE's in de wereldeconomie en de uitbreiding van hun banden met andere delen van de wereld het mondiaal economisch landschap hebben gewijzigd en, ten tweede, te bespreken hoe dit hun mogelijke loskoppeling van de GE's in de hand werkt en hoe de grotere veerkracht op landspecifiek niveau dit proces heeft beïnvloed. Dit artikel onderzoekt dus algemene veranderingen in conjunctuurcycli en beleidskaders die zich gedurende de voorbije decennia hebben voorgedaan. Specifieke gebeurtenissen of individuele landen worden slechts bij wijze van illustratie vermeld. Zo ook valt een analyse van de huidige spanningen op de financiële markten, waarmee verscheidene OE's geconfronteerd worden, en het levendige debat over beleidsopties en -coördinatie buiten het opzet van dit artikel. Deze recente ontwikkelingen bevestigen echter de bevindingen van het artikel, namelijk het belang van goede fundamentals en adequate beleidskaders. Verwachtingen inzake een geleidelijke afbouw van de kwantitatieve beleidsversoepeling door de Amerikaanse centrale bank hebben immers vooral de valuta van een aantal OE's met zwakkere fundamentals onder druk gezet. Onder meer landen die sterk afhankelijk zijn van buitenlands kapitaal om een omvangrijk tekort op de lopende rekening te financieren, zoals India, werden getroffen.

Dit artikel is als volgt ingedeeld. In het eerste hoofdstuk worden de groeiprofielen op langere termijn van de OE's en van de regio's waaruit deze bestaan, besproken en wordt geanalyseerd hoe ze werden getroffen door de mondiale financiële en economische crisis van 2008. In hoofdstuk 2 wordt nagegaan wat de gevolgen zijn van het zwaarder gewicht van de OE's voor de wereldeconomie en worden die bevindingen aan de hand van een paar voorbeelden geïllustreerd. Gelet op de uiteenlopende ontwikkelingen van beide groepen wordt in het derde hoofdstuk de hypothese van de loskoppeling van de conjunctuurcycli van de OE's en de GE's behandeld. In het bijzonder wordt besproken of het begrip loskoppeling verenigbaar is met de steeds nauwere banden tussen de economieën. Aangezien de voordelen van integratie en de blootstelling aan schokken blijkbaar vaak twee zijden van een en dezelfde munt zijn, moeten individuele landen middelen vinden om de voordelen maximaal te benutten,

GRAFIEK 1 REËLE BBP-GROEI IN DE OE'S EN DE GE'S (in %)



Bron: IMF.

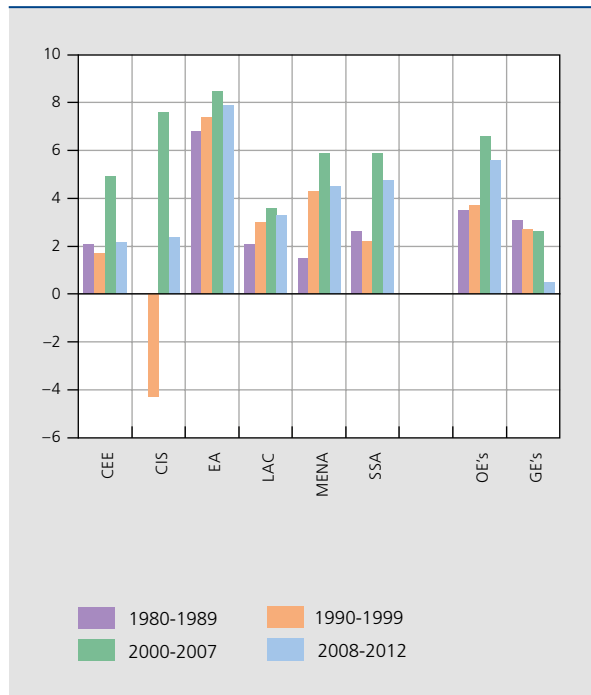
terwijl ze de frequentie van schokken of de potentieel ontwrichtende gevolgen ervan beperken. Dit leidt tot het begrip veerkracht, dat nader wordt geanalyseerd in hoofdstuk 4.

1. Groeiprofielen vóór en tijdens de grote recessie

1.1 Uiteenlopende groeiprofielen in OE's en GE's

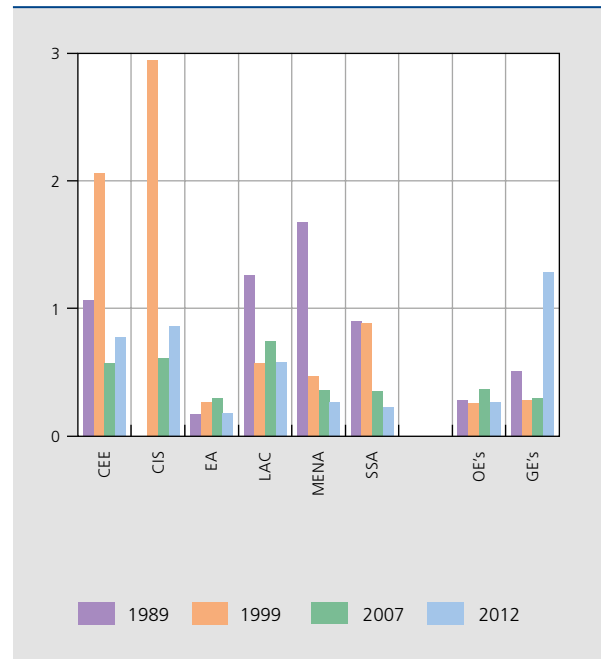
De groeiverschillen tussen de OE's, enerzijds, en de GE's, anderzijds, waren tijdens de jaren tachtig relatief gering. Hoewel het gemiddelde groeiverschil in het daaropvolgende decennium opliep van 0,4 tot 0,9 procentpunt in het voordeel van de OE's, bleef dit ecart niet stabiel en wisselde het voordeel nog occasioneel tussen beide groepen. De reële groei in de OE's begon vanaf 2000 sterk en aanhoudend die van de GE's te overtreffen (zie grafiek 1): het groter wordende groeiverschil weerspiegelde zowel een snellere groei in de OE's – tussen 2000 en 2012 gemiddeld 6,2% per jaar (dat is 2,5 procentpunt sneller dan in de jaren negentig) – als een vertraging in de GE's, die tijdens dezelfde periode met gemiddeld 1,8% groeiden (0,9 procentpunt trager dan in de jaren negentig).

GRAFIEK 2 REËLE BBP-GROEI NAAR REGIO
(jaargemiddelden, in %)



Bron: IMF.

GRAFIEK 3 VOLATILITEIT VAN DE GROEI NAAR REGIO
(variatiecoëfficiënt)



Bron: IMF.

Toelichting: Variatiecoëfficiënt over de tienjarige periode die eindigt in het verslagjaar.

Het OE-aggregaat verhuut uiteraard een aanzienlijke heterogeniteit tussen de regio's en de landen waaruit het bestaat⁽¹⁾. Zoals uit grafiek 2 blijkt, verschilden de groeiprofielen vrij sterk van de ene regio tot de andere. Tijdens de drie hier beschouwde decennia onderscheidden vooral de Opkomende landen van Azië zich met een snelle en gestage groei – die tijdelijk werd onderbroken door de Aziatische crisis van 1997 –, waarbij China en India het tempo aangaven met gemiddelde groeicijfers van respectievelijk 10% en 6%. De Chinese productie lag in 2012 ruim driemaal hoger dan in 2000 en bijna negen maal hoger dan in 1990⁽²⁾. De andere regio's volgden een trager en doorgaans onregelmatiger groeipad: in de CIS-landen veerde de groei pas op in de jaren 2000 dankzij de hoge grondstoffenprijzen. Rusland, dat tijdens het overgangsdécennium van de jaren negentig een jaarlijkse inkrimping met gemiddeld 5,1% te zien gaf, knoopte pas in de loop van 2007 weer aan bij zijn productiepeil van 1990, na een expansie met gemiddeld 5,2% sinds 2000. Tegelijkertijd trok de groei in Subsaharaans Afrika fors aan na de aanvang van het nieuwe millennium, dit dankzij de sterke vraag naar zijn grondstoffen. Vermeldenswaard is

(1) Door de omvang van hun bevolking en hun uitgestrektheid, is interne heterogeniteit ook een belangrijk kenmerk van heel wat grotere OE's.

(2) De extra productie die China in 2011 voortbracht ten opzichte van 2010, was ongeveer gelijk aan het volledige bbp van Spanje in 2011.

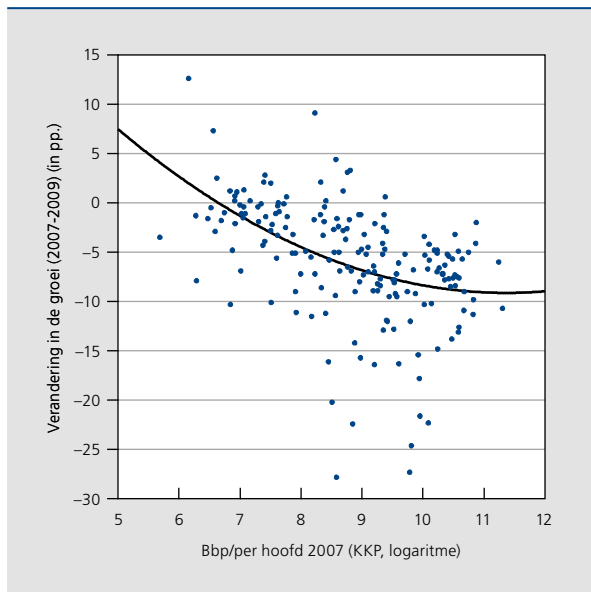
niettemin dat de sinds 2000 opgetekende groeiversneling, ondanks verschillen qua tempo, in de OE-regio's een algemeen verschijnsel was.

De groeiprofielen van de OE's werden tijdens de afgelopen twee decennia ook vlakker, anders dan tijdens de periode ervoor, toen ze doorgaans ongelijkmatig en grillig waren. In het decennium dat in 2000 aanving, lieten de OE's aldus meer dan 80% van de tijd een expansie optekenen – het hoogst bekende percentage en hoger dan dat van de GE's. Dit was het gevolg van zowel een snellere trendmatige als een minder variabele groei (IMF, 2012), wat wijst op een groter weerstandsvermogen (zie hoofdstuk 4). De volatiliteit nam inderdaad meestal af tussen het begin van de jaren negentig en 2007, zowel voor regionale aggregaten (zie grafiek 3) als voor afzonderlijke landen.

1.2 De invloed van de crisis op de OE's

De hogere groeicijfers in de OE's tijdens de grote recessie en hun snellere en krachtiger opleving na de crisis wijzen erop dat ze de mondiale financiële crisis beter hebben weten te doorstaan dan de GE's. Die vaststelling moet echter worden genuanceerd en dient vanuit het juiste perspectief te worden benaderd.

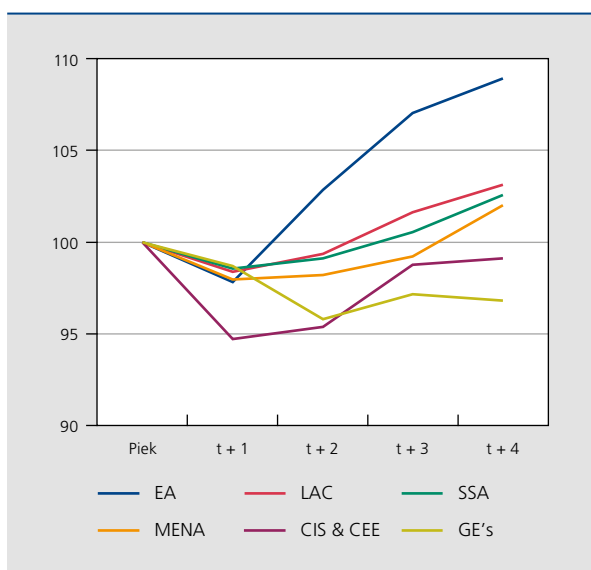
GRAFIEK 4 INZINKING VAN DE REËLE BBP-GROEI (2007-2009) NAAR INKOMENSPEIL



Bronnen: Didier et al. (2011), IMF.

Na het faillissement van Lehman Brothers en het uitbreken van de mondiale financiële crisis in 2008, waarop een ineenstorting van de handel en de grensoverschrijdende kapitaalstromen volgde (zie grafiek 9), liep de

GRAFIEK 5 VERLOOP VAN HET BBP PER HOOFD VAN DE BEVOLKING TIJDENS DE GROTE RECESSIE IN VERSCHILLENDE OE-REGIO'S



Bron: IMF (2012).
Toelichting: Mediaanproductie per hoofd van de bevolking; piek = 100; jaren op de x-as).

economische bedrijvigheid tussen 2007 en 2009 over de hele wereld terug en vertraagde de groei in nagenoeg elk land (zie grafiek 4). Hoewel de OE's als groep erin slaagden in 2009 een positief groeitempo van 2,7% te handhaven, in tegenstelling tot de inkrimping met 3,5% bij de GE's, was de respectieve inzinking van de groei (dat is de groeivertraging gemeten aan de hand van de daling in procentpunt van de groei tussen 2007 en 2009) voor de beide aggregaten niettemin vergelijkbaar qua omvang (respectievelijk -6,1 en -6,3 procentpunt, zie tabel 1). Deze vaststelling wordt bevestigd door de overeenstemmende inzinking van de groei van de industriële productie (Didier et al., 2011). Grafiek 5 (gebaseerd op het IMF, 2012), waarin het bbp-verloop per hoofd van de bevolking wordt getoond voor het mediaanland in verschillende OE-regio's alsook voor de GE's na de piek die aan de grote recessie voorafging, bevestigt dat de aanvankelijke nadelige invloed van de crisis in de OE's vergelijkbaar, zo niet soms groter was (de CEE- en CIS-landen steken hierbij af).

Conclusies over een algemeen OE-patroon tijdens de neergang zijn misleidend, aangezien de positieve totale groei van 2009 voornamelijk wijst op een verdere expansie van de bedrijvigheid in de Opkomende landen van Azië – waar de contracyclische beleidsreactie soms aanzienlijk was, bijvoorbeeld in China – en, in mindere mate, in de MENA- en SSA-landen. Tegelijkertijd hadden andere OE's, met name landen van de CIS en Centraal- en Oost-Europa, veel meer te lijden onder de crisis dan hun tegenhangers of zelfs de GE's (zie tabel 1). In de laatstgenoemde regio vielen de Baltische staten (Estland, Letland en Litouwen) op, na een inkrimping met gemiddeld 15,5% in 2009 en een groeivertraging met 24,5 procentpunt ten opzichte van het groeicijfer van 2007. Ook aan de andere zijde van de Atlantische Oceaan gaven de economische resultaten van de OE's in vergelijking met de naburige GE's een gemengd beeld te zien. De algehele inkrimping voor LAC in 2009 (-1,5%) was bijvoorbeeld gematigder dan die voor de Verenigde Staten (-3,1%). Daarnaast bleef de Mexicaanse economie achter bij die van de Verenigde Staten, zowel qua groeitempo (-6%) als inzake de inzinking van de groei (-9,2 procentpunt; VS -5,0 procentpunt).

Andere indicatoren onderstrepen de onevenredig zware impact van de crisis op landen die zich in het midden van de bbp-verdeling per hoofd van de bevolking bevinden, dus de opkomende economieën. In Didier et al. (2011) wordt gewezen op het bestaan van een positief maar niet-lineair verband tussen het bbp per hoofd van de bevolking vóór de crisis en de inzinking van de groei tijdens de crisis (hier weergegeven in grafiek 4). Dienovereenkomstig wisten de lage-inkomenseconomieën onderaan de

TABEL 1

INZINKING VAN DE BBP-GROEI EN HERSTEL IN DE OE'S TIJDENS DE GROTE RECESSIE

	Reële groei (in %)			Inzinking groei (procentpunten)	Herstel (procentpunten)	Huidig peil (2007 = 100)	
	2007	2009	2010	2009-2007	2010-2009	2012	2013 r
CEE	5,4	-3,6	4,6	-9,0	8,2	111,1	113,6
CIS	8,9	-6,4	4,9	-15,3	11,3	112,0	115,8
EA	11,6	6,9	9,9	-4,7	3,0	146,1	156,4
LAC	5,8	-1,5	6,1	-7,3	7,6	117,3	121,3
MENAAP	6,3	2,9	5,3	-3,4	2,4	123,8	127,6
SSA	7,0	2,7	5,4	-4,3	2,7	126,1	133,2
OE's	8,8	2,7	7,6	-6,1	4,9	131,1	138,1
GE's	2,8	-3,5	3,0	-6,3	6,5	102,3	103,5
Wereld	5,4	-0,6	5,2	-6,0	5,8	115,4	119,2
BR	6,1	-0,3	7,5	-6,4	7,8	116,8	120,3
RU	8,5	-7,8	4,5	-16,3	12,3	109,3	113,0
IN	10,1	5,0	11,2	-5,1	6,2	138,9	146,8
CN	14,2	9,2	10,4	-5,0	1,2	155,7	168,1
SA	5,5	-1,5	3,1	-7,0	4,6	111,6	114,7
MX	3,2	-6,0	5,3	-9,2	11,3	108,1	111,8
TR	4,7	-4,8	9,2	-9,5	14,0	116,5	120,5
Eurogebied	3,0	-4,4	2,0	-7,4	6,4	98,7	98,4
VS	1,9	-3,1	2,4	-5,0	5,5	102,9	104,9

Bron: IMF.

verdeling te ontsnappen aan de volledige weerslag van de neergang, omdat ze 'profijt trokken' van hun relatieve isolatie op de mondiale goederen- en kapitaalmarkten⁽¹⁾. Evenzo bleef de invloed op de economieën aan de bovenzijde van de verdeling betrekkelijk gematigd, gelet op hun inkomenspeil, als gevolg van een onmiddellijke en krachtige reactie van de budgettaire en monetairbeleidsautoriteiten.

Als groep herstelden de OE's zich sneller van de crisis dan hun geavanceerde tegenhangers. Dit blijkt uit het feit dat ze sneller terugkeerden naar het bbp-niveau van vóór de crisis. De productie van de OE's in 2012 lag 31 % hoger dan die van 2007, terwijl het reëel bbp in de GE's amper 2,3 % boven het peil van vóór de crisis uitkwam (zie tabel 1). Hoewel de Aziatische economieën tijdens de opleving de koplopers bleven, veerden heel wat individuele economieën die tijdens de crisis een inkrimping hadden laten optekenen, zoals Rusland, Mexico of Turkije,

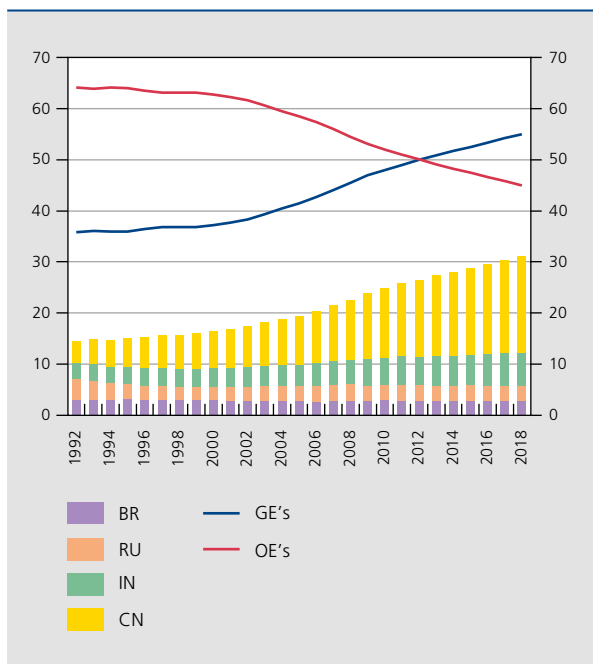
tegen 2010 weer op tot het productiepeil van vóór de crisis. De GE's, daarentegen, slaagden daar pas een jaar later in (inmiddels ligt het bbp in het eurogebied evenwel nog steeds onder het productiepeil van 2007 en zal naar verwachting pas tegen 2015 dat niveau opnieuw bereiken). Binnen de OE's viel de economische opleving in de CIS en in Centraal- en Oost-Europa bescheidener en trager uit, deels omdat ze commercieel en financieel afhankelijk zijn van het eurogebied. Ondanks de recente hoge groeicijfers bleef het reëel bbp van bijvoorbeeld de Baltische staten in 2012 nog steeds onder het peil van 2007.

2. De mondiale gevolgen van het zwaarder economisch gewicht van de OE's

De aanhoudend hogere groeicijfers in de OE's kwamen logischerwijs tot uiting in een toename van hun relatief economisch gewicht. Terwijl ze in de jaren negentig slechts ongeveer een derde van de wereldproductie voortbrachten, steeg hun bijdrage onafgebroken, wat hen in 2012 op één lijn stelde met de GE's (zie grafiek 6). Dit gelijke

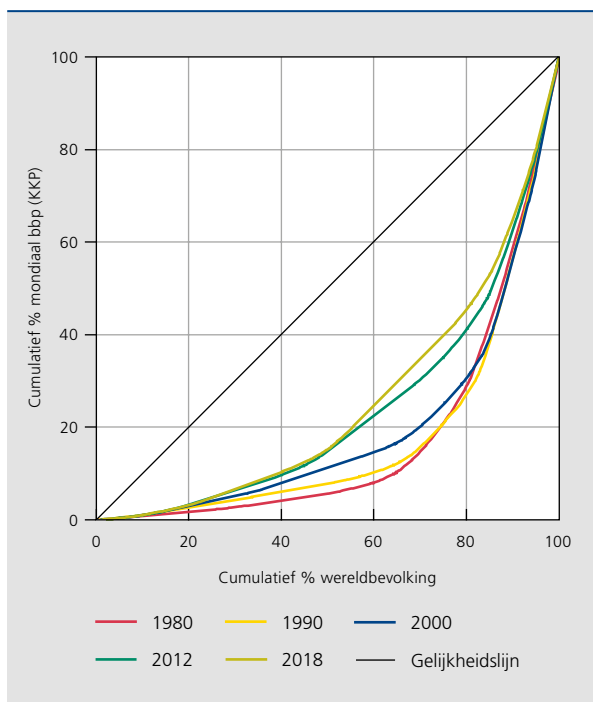
(1) Dit illustreert duidelijk de afwegingen in verband met economische integratie (die uitvoeriger worden besproken in hoofdstuk 3): economische voordelen gaan ten koste van een verhoogde blootstelling aan schokken, terwijl isolatie van negatieve schokken opportuniteitskosten voor niet-integratie teweegbrengt.

GRAFIEK 6 GEOGRAFISCHE SPREIDING VAN HET MONDIAAL BBP (KKP)
(in %)



Bron: IMF.

GRAFIEK 7 LORENZ-CURVE VAN HET MONDIAAL BBP



Bron: IMF.

Toelichting: Landen met ontbrekende bbp-gegevens worden buiten beschouwing gelaten. Het bbp/hoofd van de bevolking wordt verondersteld in elk land gelijk te zijn.

productieniveau stemt echter nog lang niet overeen met de verdeling van de wereldbevolking, waarvan 85 % momenteel in de OE's leeft. In grafiek 7 wordt het cumulatief percentage van de wereldbevolking, gerangschikt naar bbp per hoofd van de bevolking, afgezet tegen het cumulatief percentage van het wereldinkomen (Lorenz-curve) in verschillende jaren. Terwijl de inkomensongelijkheid in de jaren tachtig en negentig wereldwijd slechts weinig afnam, verkleinde ze sterker in de jaren 2000, dankzij de opkomst van heel wat OE's, zoals blijkt uit de aanzienlijke binnenwaartse verschuiving van de Lorenz-curve. Gelet op het inhaalpotentieel van de OE's wordt doorgaans verwacht dat ze op middellange termijn sneller zullen blijven groeien: volgens IMF-projecties zouden ze vanaf 2013 de GE's qua omvang overtreffen en zouden ze tegen 2018 55 % van de mondiale productie voor hun rekening nemen⁽¹⁾.

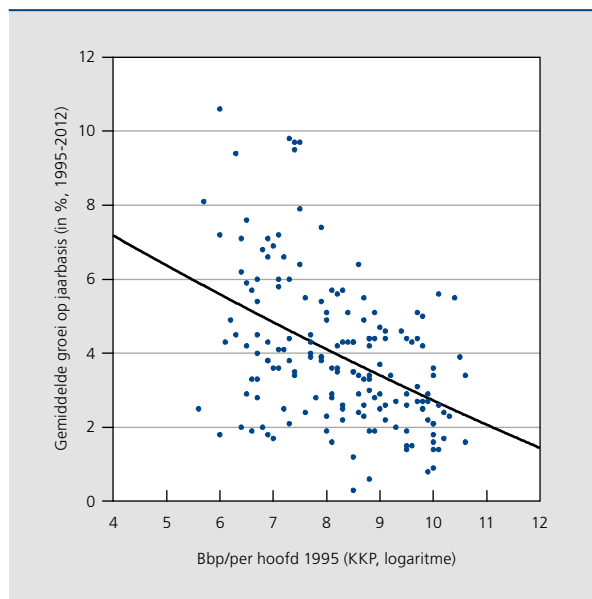
Uit grafiek 6 blijkt ook dat het groter wordend aandeel van de OE's in het mondiaal bbp overwegend toe te schrijven is aan de BRIC-landen en vooral aan China. Het aandeel van de overige landen blijft vrij stabiel. Vooral de krachtige groei van de Aziatische economieën impliceert dat de geografische spreiding van de economische bedrijvigheid over de wereld aan het veranderen is. In Quah (2011) wordt aangetoond hoe de herschikking van de relatieve bijdragen tot de wereldwijde productie het zwaartepunt van de wereldeconomie mettertijd heeft verschoven. In 1980 bevond dit punt zich in het midden van de Atlantische Oceaan, tussen Europa en Amerika; vervolgens bewoog het zich geleidelijk oostwaarts, en tegen 2050 zou het ergens tussen China en India liggen. Het is niet verwonderlijk dat dit punt in de buurt ligt van het 'demografische zwaartepunt', waarmee het economische zwaartepunt van de aarde zou overeenstemmen indien de inkomensniveaus wereldwijd zouden convergeren (en dus zouden samenvallen met de hypothetische gelijkheidslijn in grafiek 7).

De sterke groeiverschillen tussen de OE's en de GE's moeten immers worden beschouwd tegen de achtergrond van een sterk uiteenlopende levensstandaard (gemeten in bbp per hoofd van de bevolking gebaseerd op de koopkrachtpariteit)⁽²⁾. Zoals blijkt uit grafiek 8, lijkt het

(1) In Lawrence (2013) wordt een reeks studies met een prognoseperiode tot 2030 belicht, waarin men het er algemeen over eens is dat een groeiverschil tussen de GE's en de OE's in de voorzienbare toekomst zal blijven bestaan. Er is evenwel geen eensgezindheid over de snelheid van de convergentie, aangezien dit geen automatisch proces is en landen vaak hun groei zagen vertragen zodra ze een enigszins modaal inkomenspeil bereikten (Agénor en Canuto, 2012).

(2) Hoewel het bbp per hoofd van de bevolking de meest relevante maatstaf is die wordt gebruikt voor welvaartsanalyse, is het toch een onvolmaakte indicator. Het is immers een theoretische weergave van het bbp en het houdt geen rekening met inkomensongelijkheden, die in sommige opkomende economieën zeer groot zijn. In China, bijvoorbeeld, neemt de grote totale ongelijkheid de vorm aan van regionale verschillen tussen, enerzijds, stedelijke (kust-)provincies, waar de levensstandaard soms een peil bereikt dat vergelijkbaar is met bepaalde EU15-landen en, anderzijds, de armere landelijke provincies. Doordat de overheid dit probleem is begonnen aan te pakken, heeft de ongelijkheid zich de afgelopen jaren gestabiliseerd, zij het op een hoog peil (OESO, 2013). De ongelijkheid was traditioneel ook zeer uitgesproken in heel wat landen van Afrika en Latijns-Amerika, die de rangschikking op grond van de Gini-coëfficiënt aanvoeren (World Development Indicators van de Wereldbank).

GRAFIEK 8 SNELLERE GROEI IN LANDEN MET LAGERE INKOMENS



Bron: IMF.

inhaalproces een belangrijke factor te zijn die de groei in de OE's tijdens de afgelopen twee decennia verklaart; landen met een aanvankelijk lager inkomenspeil lieten immers meestal hogere groeicijfers optekenen. Intussen blijft armoede een groot probleem in veel van die landen (Wereldbank, 2013), en hoewel de inkomensniveaus in de OE's metertijd zijn gestegen – in sommige gevallen zelfs aanzienlijk – blijven ze nog steeds ver achter bij die in de GE's. Het gemiddeld inkomen van een Chinees burger stemde in 2012 aldus overeen met ongeveer viermaal zijn inkomen van het jaar 2000 (in koopkrachtpariteit), maar het bedroeg amper ongeveer 18 % van het gemiddeld inkomen van een Amerikaanse burger of een vierde van dat van een Belgisch ingezetene. Gelet op de heterogeniteit tussen de landen was er in 2012 ook een ruime spreiding van de levensstandaard in de OE's, ten opzichte van de Verenigde Staten, variërend tussen 4,9 % in Subsaharaans Afrika en 31,8 % in Centraal- en Oost-Europa.

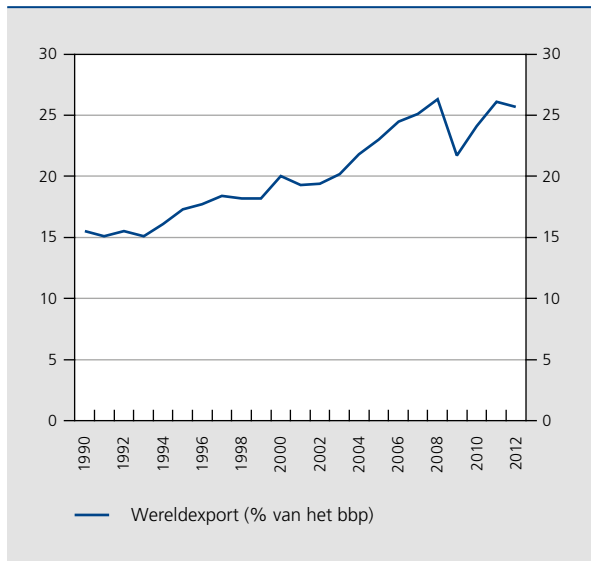
Het zwaarder economisch gewicht van de OE's heeft de parameters van het mondiaal economisch landschap gewijzigd, aangezien hun invloed op de wereldwijde economische ontwikkelingen en resultaten vrijwel automatisch toenam. Deze invloed is recentelijk voelbaar geworden, bijvoorbeeld via hun belangrijker rol in de wereldhandel, hun bijdrage tot de opbouw van macro-economische onevenwichten (en derhalve tot de risico's voor de financiële stabiliteit) of hun impact op de mondiale vraag- en aanbodpatronen. Aangezien sommige OE's er inderdaad

in geslaagd zijn uit te groeien tot grote open economieën, wordt buiten hun eigen grenzen, zowel in de geavanceerde als in de andere opkomende economieën, dan ook steeds meer belang gehecht aan hun economische fundamentals en hun binnenlands beleid.

De toename van de internationale handel was een van de hoofdkenmerken van de mondialiseringsperiode. De in procenten van het mondiaal bbp gemeten uitvoer steeg geleidelijk van 15 % in 1990 tot meer dan 25 % aan de vooravond van de mondiale financiële crisis (zie grafiek 9)⁽¹⁾. Tegelijkertijd werden de marktaandelen bij de uitvoer herschikt doordat de OE's steeds meer gingen deelnemen aan het mondiaal handelsverkeer (zie grafiek 10). Het gezamenlijke aandeel van de BRIC-landen klom van 3 % in 1990 tot 7 % in 2000, waarna het omhoogschoot tot bijna 17 % in 2012. Als logisch gevolg hiervan zagen de GE's hun marktaandelen bij de uitvoer slinken, met name die van de Verenigde Staten en de EU (waarvoor enkel de uitvoer naar landen buiten de EU in aanmerking wordt genomen). Binnen de OE's is opnieuw China de uitschieter, aangezien dat land in slechts enkele jaren tijd uitgroeide tot 's werelds grootste exporteur. Inmiddels wonnen de overige BRIC-landen eveneens marktaandelen bij de uitvoer, maar ze nemen een veel kleiner percentage van de wereldhandel voor hun rekening. Deze winsten kwamen tot stand doordat hun economieën steeds meer uitvoergericht werden, zoals blijkt uit de toenemende verhouding van de uitvoer tot het bbp in alle BRIC-landen. De sterkere deelname van de OE's aan de wereldhandel komt ook aan de invoerzijde tot uiting. Hoewel de Verenigde Staten in 2012 de grootste importeur ter wereld bleven, met 12 % van de wereldinvoer, liep het aandeel van de BRIC-landen op van iets minder dan 3 % in 1990 tot ongeveer 15 % in 2012 – China had een aandeel van ongeveer een tiende in de wereldinvoer. Terwijl meer dan de helft van de Chinese invoer afkomstig was uit andere Aziatische landen, kwam een vijfde ervan uit Afrika, Latijns-Amerika en het Midden-Oosten, wat erop wijst dat de handel tussen de OE's toeneemt en, meer bepaald, dat China rekent op de grondstoffen uit die specifieke regio's. Belangrijk is dat het gewijzigde patroon van de internationale handel niet alleen een volume-effect is, maar ook toenemende structurele banden tussen de economieën weerspiegelt. De productieketens raakten immers steeds meer versnipperd over de grenzen heen en de handel in intermediaire goederen is sterk uitgebreid (zie de sterke handelsbetrekkingen tussen de Aziatische landen), zoals wordt bevestigd in de recente studies over de mondiale waardeketens (bv. OESO, 2013b).

(1) De cijfers in deze alinea zijn gebaseerd op gegevens van de WHO, de Wereldbank en het IMF.

GRAFIEK 9 AANDEEL VAN DE UITVOER
(in % van het mondiaal bbp)

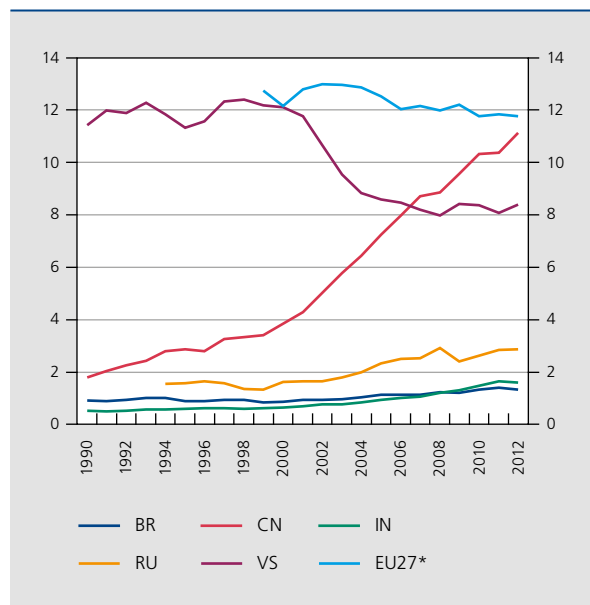


Bronnen: IMF en WHO.

Behalve in de handel is de groeiende onderlinge verbondenheid ook merkbaar in de kapitaalstromen, met name in de directe investeringen. Terwijl bijvoorbeeld het aandeel van de vier BRIC-landen in de mondiale buitenlandse directe investeringen (BDI) toenam van 1-2 % in de jaren negentig tot 9 % in 2009, was het op de lage-inkomenslanden gerichte percentage bijzonder dynamisch (Mlachila en Takebe, 2011).

De onevenwichten die zich tijdens de jaren 2000 op de lopende rekeningen accumuleerden en die bij het uitbreken van de financiële crisis van 2008-09 kenmerkend waren voor de wereldeconomie, zijn nog een ander symptoom van de toenemende invloed van de OE's. Tijdens de periode vóór de crisis droegen kapitaalstromen die grotendeels afkomstig waren van de opkomende markten – met name van de Aziatische economieën en de olie-exporterende landen – bij aan de financiering van een groot en toenemend tekort op de lopende rekening van de Verenigde Staten. Deze opwaartse kapitaalstromen werden in de hand gewerkt door een combinatie van factoren, waaronder de weerstand van een aantal landen tegen een nominale wisselkoersstijging, een gebrek aan binnenlandse investeringsmogelijkheden in andere landen, besparingen uit voorzorg, de hoge olieprijs en een accumulatie van reserves. Hoewel het ongetwijfeld te kortzichtig zou zijn een direct causaal verband te leggen tussen onevenwichten op de lopende rekeningen, enerzijds, en de financiële crisis, anderzijds (Borio en Disyatat, 2011), is de kern van de zaak dat mondiale onevenwichten zware risico's kunnen inhouden voor de financiële stabiliteit, en dat de OE's

GRAFIEK 10 GEOGRAFISCHE OPSPLITSING VAN DE WERELDUITVOER NAAR EXPORTEUR
(in %)



Bron: WHO.
Toelichting: EU27 met uitsluiting van interne EU27-uitvoer.

inmiddels voldoende groot zijn om een drijvende kracht te zijn achter de accumulatie ervan.

De wereldwijde invloed van de OE's blijkt ook uit de prijzen van de verhandelde goederen en, bij uitbreiding, uit de mondiale inflatiedynamiek (Simola, 2012; Eickmeier en Kühnlenz, 2013). Aan de aanbodzijde hebben de lagere productiekosten in tal van OE's een matigend effect gesorteerd op de prijzen van de industriële producten waardoor ze, via het invoerkanaal, een invloed hadden op de inflatie in de GE's. De concurrentiedruk die uitgaat van de invoer van de OE's heeft ook op de winstmarges van een aantal bedrijven in de GE's gewogen, waardoor de neerwaartse impact op het algemene prijspeil indirect werd versterkt. De aantrekkende binnenlandse vraag van de OE's impliceert echter dat deze economieën meer druk uitoefenen op een aantal mondiaal verhandelde goederen, waaronder grondstoffen en kapitaal- en consumptiegoederen. De investeringsactiviteiten die erop gericht waren de gestage industrialisatie- en urbanisatieprocessen te ondersteunen, bleken immers zeer grondstoffenintensief, en waren derhalve een drijvende kracht achter de prijsstijgingen die tijdens het afgelopen decennium werden opgetekend. Zo beliep het aandeel van de investeringen in het bbp van China nagenoeg 50 %⁽¹⁾. China's aandeel

(1) Het cijfer heeft betrekking op 2011. In nominale termen vertegenwoordigt het meer dan 5 % van het mondiaal bbp, wat meer is dan het bbp van Duitsland. Ter vergelijking: het overeenkomstig percentage in de VS bedroeg 15 %.

in de wereldwijde consumptie van steenkool of van basismetalen (bv. koper, aluminium), waarvan het land tevens de belangrijkste invoerder werd, beliep in 2010 circa 40%⁽¹⁾. Naast de investeringsactiviteiten heeft ook het toegenomen beschikbaar inkomen het profiel van de particuliere consumptie in de OE's hertekend. Dit komt bijvoorbeeld tot uiting in het patroon van de levensmiddelenconsumptie, waarbij een hogere vraag naar vlees, en bijgevolg naar diervoeders, in bepaalde categorieën van levensmiddelen de prijsdruk opvoert (OESO-FAO, 2013). Daarnaast vertaalt het toegenomen bezit van personenvervoertuigen zich in een levendiger vraag naar brandstoffen⁽²⁾. De invloed van de opkomende markten op de grondstoffenprijzen zal in de toekomst wellicht nog toenemen, hoewel het ook mogelijk is dat sommige landen gaandeweg afstappen van een grondstoffenintensief en investeringsgebaseerd groeimodel en overschakelen op een consumptiegebaseerd model. Deze overschakeling kan de afzonderlijke grondstoffen in verschillende mate beïnvloeden, maar het groter gewicht in de mondiale vraag impliceert dat een herschikking in de samenstelling van de binnenlandse vraag allicht niet ongemerkt voorbij zal gaan.

De gevolgen van de hogere grondstoffenprijzen variëren uiteraard naargelang de landen importeurs of exporteurs van grondstoffen zijn. Voor tal van OE's zijn de intensievere binnenlandse investeringsactiviteiten bij sommige van hun tegenpartijen een belangrijke groeimotor geweest, aangezien ze hebben geleid tot een krachtiger buitenlandse vraag⁽³⁾, tot een verbetering van hun ruilvoet en vaak tot een toename van de buitenlandse investeringen. Zoals beschreven door Mlachila en Takebe (2011), waren de buitenlandse directe investeringen van de BRIC-landen – voornamelijk van China – in de economieën van Subsaharaans Afrika immers vooral gericht op de grondstoffengerelateerde industrieën (d.w.z. olie en mijnbouw) en gingen ze vaak gepaard met complementaire infrastructuurprojecten (wegen en havens).

3. Loskoppeling van de conjunctuurcycli in een steeds meer geïntegreerde wereldeconomie

De aan de vooravond van de crisis persistente groeiverschillen tussen de OE's en de GE's gaven destijds aanleiding tot discussies over de graad van economische 'loskoppeling' tussen beide groepen. De hamvraag was met name of de OE's weerstand zouden kunnen bieden aan een vertraging in de GE's, of samen met deze laatste een gesynchroniseerde conjuncturele neergang zouden doormaken. De algemene impact van de crisis van 2008-2009 heeft op deze vraag een voorlopig antwoord geboden

(hoofdstuk 1), maar de uiteenlopende ervaring na de crisis, die in de OE's algemeen beschouwd sneller intrad, heeft de vraag opnieuw te berde gebracht (bv. Leduc en Spiegel, 2013).

Loskoppeling wordt gedefinieerd als 'een conjunctuurdynamiek die relatief onafhankelijk is van de mondiale vraagontwikkelingen en die vooral wordt aangestuurd door autonome veranderingen in de binnenlandse vraag' (ADB, 2007). Blijvende economische verschillen tussen landen op een ogenblik dat ze nauwere onderlinge banden ontwikkelen, kunnen a priori tegenstrijdig lijken – met name omdat economische integratie in wezen een vorm van structurele koppeling is. In tegenstelling tot een toestand van autarkie, die een land zou afschermen voor externe invloeden⁽⁴⁾, brengt de openstelling van de grenzen een uitbreiding en verdieping met zich van de betrekkingen die een land effectief of potentieel met de rest van de wereld onderhoudt. Hierdoor rijst de vraag welke factoren, schokken of omstandigheden een loskoppeling van de conjunctuurcycli zouden kunnen teweegbrengen. In dit hoofdstuk wordt summier en uit conceptueel oogpunt besproken hoe de economische integratie de groei, de transmissie van schokken en de synchroniciteit van de conjunctuurcycli beïnvloedt, en worden een aantal empirische bevindingen voorgesteld.

3.1 Conceptuele overwegingen in verband met het effect van economische integratie

3.1.1 Twee aspecten van integratie: groeimotor en transmissiekanaal van schokken

Voor een individueel land kan economische integratie voordelen genereren waarvan de omvang doorgaans afhankelijk is van het verschil tussen de relatieve factorbeschikbaarheden van dat land en die van andere landen, alsook van zijn vermogen om die beschikbaarheden sectorspecifiek te herschikken. Door hun comparatief voordeel te benutten of gebruik te maken van schaalvoordelen, kunnen landen handelsactiviteiten tussen verschillende bedrijfstakken en binnen dezelfde bedrijfstak verrichten die voor beide partijen voordelig zijn. Doordat ze toegang krijgen tot internationale kapitaalmarkten

(1) Ondanks dit toenemende gewicht, blijven de GE's over het algemeen de stuwende kracht achter de prijsveranderingen (Simola, 2012). Zo is de impact van de VS op de grondstoffenmarkten nog groter dan die van China (Roache, 2012).

(2) De voertuigendensiteit in China is nagenoeg verviervoudigd van 15 (per 1 000 personen) in 2003 naar 57 in 2010 (Wereldbank WDI database). Om bijvoorbeeld een motorvoertuigendensiteit te bereiken die vergelijkbaar is met die van Brazilië (209) of België (560), zijn circa 200 of 670 miljoen extra voertuigen nodig.

(3) De exporteurs van grondstoffen uit Latijns-Amerika – zoals Brazilië (ijzererts, sojabonen) en Chili (koper) – en talrijke CIS-economieën (gas, olie) hebben hier allemaal voordeel uit gehaald.

(4) Zie de beperktere weerslag van de mondiale financiële crisis op de relatief geïsoleerde lage-inkomenseconomieën, zoals hierboven beschreven.

kunnen ze intussen interne spaartekorten opvangen via kapitaalimport of kunnen ze hun overtollige spaargelden winstgevend beleggen in het buitenland.

Economische integratie kan bijdragen tot het groeivermogen van een economie en, in het geval van de OE's, hun inkomenskloof met de GE's verkleinen. Aziatische economieën hebben dit de afgelopen decennia aangetoond door uitvoergerichte groei modellen te hanteren. Het feit dat grenzen openstaan, stelt een economie echter ook bloot aan de grillen van de buitenlandse vraag, aan veranderingen in de risicobereidheid en aan de gevolgen van veranderingen in het buitenlands beleid. Belangrijk is dat de kanalen waarlangs negatieve schokken zich manifesteren, vaak precies dezelfde zijn als die welke de voordelen opleveren⁽¹⁾. De risico's worden doorgaans groter wanneer een overmatig beroep wordt gedaan op sommige kanalen: hoewel specialisatie in de productie van een bepaald verhandeld product of concentratie op een specifieke uitvoermarkt aanvankelijk de groei kan stimuleren, kan dit een land ook kwetsbaar maken voor een verzwakking van de buitenlandse vraag of voor een ruilvoetschok. Op analoge wijze kan binnenkomend kapitaal helpen de consumptie af te vlakken of productieprojecten te financieren, maar het kan terzelfder tijd ook bijdragen tot de vorming van overcapaciteit in sommige sectoren of tot zeepbellen in de activaprijzen. Evenzo zorgt het feit dat binnenlandse bancaire systemen bovenmatig afhankelijk zijn van buitenlandse financiering ervoor dat de binnenlandse kredietverlening afhankelijk wordt van het vlot functioneren van de kredietmarkten in het buitenland. Zo hebben landen van Centraal-, Oost- en Zuidoost-Europa, met grotendeels door het buitenland gefinancierde (en in buitenlands bezit zijnde) bancaire systemen, geleden onder een opdrogende kapitaalimport als gevolg van de aanhoudende crisis in het eurogebied (gedeeltelijk beperkt door de verbintenissen van de banken in het zogeheten Initiatief van Wenen (Vienna Initiative) om hun positie tegenover de regio te handhaven). Hierdoor viel de groei van de kredietverlening stil en werd de productiekrimp uiteindelijk nog verscherpt.

3.1.2 Relatieve omvang van de economie en richting van schokken

In een onderling verbonden wereld kunnen landen zich aan de oorsprong of aan het eindpunt van een schok bevinden – dit geldt zowel voor positieve als voor negatieve schokken. In het algemeen is de relatieve omvang van belang en de ADB-definitie duidt aan dat loskoppeling in hoofdzaak het prerogatief is van een grote economie die over een toereikende autonome interne vraag beschikt om zich los te koppelen van de mondiale vraag. Vanwege het toenemend relatief economisch gewicht van de OE's

en een groeiend aandeel aan handel en kapitaal dat tussen hen onderling circuleert, neemt de eenzijdige invloed van de GE's geleidelijk af. Hoofdstuk 2 bevat enkele voorbeelden van de recente beïnvloeding, door de OE's, van de mondiale economische ontwikkelingen, waarbij inderdaad wordt gesuggereerd dat de onderlinge afhankelijkheid steeds meer tweezijdig wordt. Dit lijkt te worden bevestigd door de huidige bezorgdheid over de gevolgen, voor de GE's, van de vertragende Chinese economie.

3.2 Empirische bevindingen omtrent de loskoppeling van de OE's

Theoretisch beschouwd, is het effect van de economische integratie op de synchronisatie van de conjunctuurcycli ambigu, aangezien het hoofdzakelijk afhangt van de structuren die uit het integratieproces zelf naar voren komen en van de aard van de grensoverschrijdende schokken (Baxter en Kouparitsas, 2005). Sterke commerciële en financiële banden kunnen specialisatie aanmoedigen en aldus de synchroniciteit van de productie verminderen, meer bepaald bij frequente sectorspecifieke schokken. Omgekeerd kunnen schokken in de geaggregeerde vraag van afzonderlijke landen over de grenzen heen worden doorgegeven via handels- en kapitaalkanalen, wat in dit geval feitelijk de gelijklopende beweging van de productiepatronen bevordert. Er zij opgemerkt dat dit eveneens zou gelden voor landen met een hoge mate van specialisatie in aanvullende activiteiten die geïntegreerd zijn in grensoverschrijdende productieprocessen⁽²⁾.

Ook het empirisch bewijsmateriaal met betrekking tot de synchroniciteit van de conjunctuurcycli tussen de GE's en de OE's levert ambigue resultaten op. Zo analyseert Kose et al. (2008) de onderlinge conjuncturele afhankelijkheid gedurende de periode 1960-2005 tussen 106 landen, die respectievelijk zijn gecategoriseerd als industrielanden, opkomende markten en andere ontwikkelingslanden⁽³⁾. Zij stellen vast dat de conjunctuurcycli tussen de industrielanden onderling en tussen de opkomende markten onderling tussen 1985 en 2005 ('mondialiseringsperiode') nauwer bij elkaar aansloten dan in de periode 1960-84; dit lijkt erop te wijzen dat de conjuncturele convergentie van de landen binnen elke groep toegenomen is⁽⁴⁾.

- (1) Hierbij wordt ervan uitgegaan dat die kanalen efficiënt functioneren. Ze kunnen worden beperkt door thuisvoorkeuren (als gevolg van de voorkeur van de consumenten of van verordeningen) of door het zich bewust zijn van risico's.
- (2) Het effect van integratie op het synchroon gedrag van verschillende macro-economische aggregaten kan verschillen: zo zouden neerwaartse kapitaalstromen bijvoorbeeld de correlatie van de investeringen moeten beperken, terwijl de correlatie van de consumptie zou moeten toenemen als gevolg van de risicodiversificatie van het inkomen die door financiële integratie mogelijk is.
- (3) Ze splitsen de macro-economische schommelingen van de landen binnen het kader van een dynamisch factormodel op in een mondiale, een groepsspecifieke en een nationale factor en ramen de relatieve bijdrage van elk van deze factoren.
- (4) Dit stemt overeen met Baxter en Kouparitsas (2005), die vaststellen dat wederzijdse gelijklopende bewegingen van de conjunctuurcycli hoger liggen wanneer beide landen respectievelijk industrielanden of ontwikkelingslanden zijn.

Een klein doch significant gedeelte van de macro-economische schommelingen wordt ook verklaard door een mondiale factor, wat wijst op het bestaan van een mondiale conjunctuurcyclus. Het feit dat het relatieve belang ervan na verloop van tijd is afgenomen, betekent echter dat de bewegingen van de conjunctuurcycli tussen beide groepen meer zijn losgekoppeld. Ook Siklos (2012) reikt ambigue conclusies aan met betrekking tot gelijklopende bewegingen in conjunctuurcycli en beklemtoont dat deze resultaten gevoelig zijn voor de beschouwde periodes en voor de onderzochte regio's.

Sommige auteurs hebben gelijklopende bewegingen van de conjunctuurcycli bestudeerd waarbij ze zich concentreerden op bepaalde geografische regio's, in het bijzonder op Azië. Pula en Peltonen (2009) en ADB (2007) vinden bijvoorbeeld geen bewijzen dat de Aziatische economieën zich structureel of conjunctureel zouden loskoppelen van de GE's. Integendeel, ADB merkt op dat de conjunctuurcycli van de Aziatische economieën niet alleen meer synchroon lopen met de industriële economieën, maar ook onderling. Ter verklaring vermelden zij een toename van de onderlinge economische afhankelijkheid binnen Azië, die tot uiting komt in gedeelde grensoverschrijdende productieprocessen; deze grotere onderlinge afhankelijkheid is op zich in feite het gevolg van een sterkere integratie van de hele regio in de wereldeconomie. Cesa-Bianchi et al. (2012) stellen een toenemende gelijklopende beweging vast tussen de groei in China en in verschillende Latijns-Amerikaanse economieën. Zij tonen aan dat de cycli van deze laatste gevoeliger zijn geworden voor China – de invloed op lange termijn van een Chinese bbp-schok is sinds medio jaren negentig verdrievoudigd – en daarentegen minder gevoelig voor de Verenigde Staten, die echter wel nog een aanzienlijke invloed behouden. Dit bewijs schraagt het standpunt dat de conjunctuurcycli in de OE's nauwer bij elkaar aansluiten, maar het wijst er tevens op dat de door andere auteurs (bv. Kose et al., 2008) opgetekende loskoppeling in hoge mate verband zou kunnen houden met de opkomst van China als stuwende kracht achter de mondiale groei eerder dan met een autonome wijdverbreide loskoppeling van de individuele conjunctuurcycli van de OE's van de cycli van de GE's.

3.3 Enkele overwegingen betreffende het begrip loskoppeling

Een polaire voorstelling waarbij loskoppeling en convergentie tegenover elkaar worden geplaatst, lijkt geen rekening te houden met de realiteit van een onderling verbonden wereld die bestaat uit een toenemend aantal grote spelers. Zo vraagt Siklos (2012, p. 6) zich af of het

'nut heeft te denken in termen van koppeling/loskoppeling?' en geeft hij er de voorkeur aan de conjunctuurcycli tussen de GE's en de OE's te schetsen als zijnde onderling afhankelijk. Het loont hoe dan ook de moeite een aantal openstaande kwesties te bespreken.

Tijdelijk of definitief? Hoewel loskoppeling niet betekent dat de vergeleken regio's geen gezamenlijke groeifactoren delen, houdt het begrip echter wel in dat deze factoren deels door andere factoren worden verhuld. Dit doet op zijn beurt de vraag rijzen of de verschillen in relatieve sterkte van de groeifactoren een blijvend/structureel verschijnsel zijn, een tijdelijke afwijking zijn als gevolg van idiosyncratische schokken of het gevolg zijn van een verschillende economische uitgangssituatie. Zoals blijkt uit de grafieken 7 en 8, zijn de OE's de laatste jaren gegroeid in het kader van een inhaalproces dat werd geschraagd door specifieke groeimodellen. De potentiële inhaalmarge – en derhalve de verschillen qua groeitempo – zijn nog steeds aanzienlijk en het is nog niet duidelijk hoe gelijklopende bewegingen van de conjunctuurcycli zullen worden beïnvloed zodra het groeitempo een evenwichtsniveau bereikt.

Algemeen verschijnsel of specifiek voor China? Moet loskoppeling worden beschouwd als een idiosyncratisch verschijnsel dat bij afzonderlijke OE's wordt opgetekend of is het een weerspiegeling van de opkomst van China als een belangrijk mondiaal speler? Uit wat voorafgaat, blijkt dat China voor tal van OE's inderdaad uitgegroeid is tot een belangrijke groeimotor en dat het land een sterkere invloed is gaan uitoefenen op de conjunctuurcycli van die economieën (zie Cesa-Bianchi et al., 2012). Dit zou de hypothese ondersteunen dat de OE's de economieën waarmee ze waren verbonden, grotendeels zouden hebben vervangen door China. Hierdoor zou een vertraging in China zich eveneens doen gevoelen bij de OE's. Bovendien zou de koppeling met China ook afhankelijk kunnen blijken van zijn specifiek groeimodel dat een of andere vorm van structurele koppeling met tal van OE's tot stand heeft gebracht: een heroriëntatie van zijn groeimodel zou bijgevolg voor vele OE's kunnen uitmonden in een potentieel nadelige loskoppeling.

De rol van een contracyclisch beleid. Een andere kwestie heeft te maken met het verband tussen de synchroniciteit van de conjunctuurcycli en een op nationaal niveau toegepast contracyclisch beleid. De afwezigheid van gekoppelde groeipatronen kan inderdaad het gevolg zijn van hetzij asymmetrische schokken hetzij een verschillende reactie op een algemene schok. In dit opzicht is het geval van China opnieuw zeer verhelderend. Doordat China zich sterk richt op de uitvoer naar de GE's – de Chinese uitvoer naar de EU, Noord-Amerika en Japan is momenteel goed

voor meer dan 15% van zijn bbp – was het land bijzonder sterk onderhevig aan de wereldwijde instorting van de handel in 2008-09, toen zijn aandeel van de uitvoer in het bbp met meer dan 8 procentpunt slonk tot 26%. Dankzij enorme budgettaire en monetaire stimuli slaagde China erin zijn uitvoertekort snel te compenseren door meer te investeren en zodoende de groei in 2009 te handhaven op 9,2%. Zoals in het volgende hoofdstuk zal worden aangetoond, vormt het vermogen om een contracyclisch beleid te voeren, een belangrijke factor in de veerkracht van een economie. Als dusdanig zou veerkracht het loskoppelingsproces in feite bevorderen. Dit gezegd zijnde, is de marge van een contracyclische beleidsreactie doorgaans beperkt en hoe langer buitenlandse recessies duren, hoe moeilijker het wordt om eventuele tekorten in de buitenlandse vraag en de kapitaalvoer te compenseren⁽¹⁾. Gelet op de huidige zwakke groei in de GE's is dit onmiskenbaar een actueel probleem dat de definitieve aard van loskoppeling ter discussie stelt.

4. Verklarende factoren voor de sterkere veerkracht van de OE's

De afgelopen decennia hebben de OE's volop profijt getrokken van hun deelname aan het internationaal handelsverkeer en aan de mondiale kapitaalmarkten (zie hoofdstuk 2). Ondanks een grotere blootstelling aan negatieve externe schokken, lijken ze tegelijkertijd veerkrachtiger te zijn geworden. Volgens het IMF (2012)

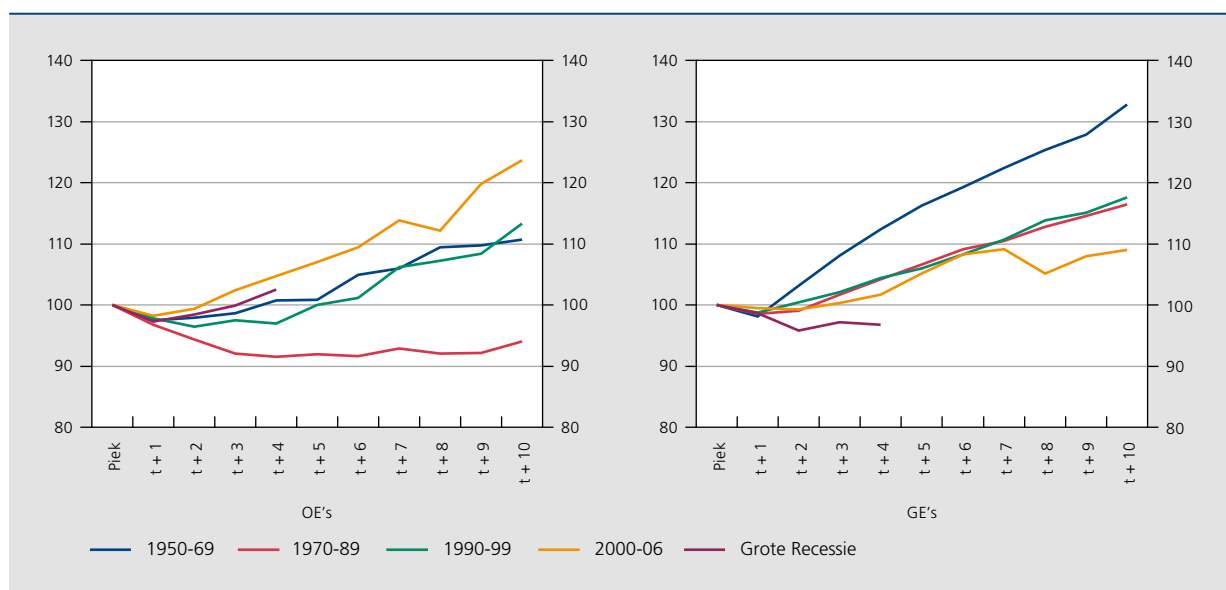
wordt veerkracht gedefinieerd als 'het vermogen van een economie om langduriger en krachtiger expansies aan te houden en kortere en minder ernstige periodes van achteruitgang en snellere oplevingen door te maken'.

Uit grafiek 11 (IMF, 2012) blijkt de grotere veerkracht van de OE's en de dynamiek van de productie per hoofd van de bevolking na een piek tijdens verschillende periodes. De OE's hebben sinds 2000 inderdaad kortere en minder ernstige periodes van neergang doorgemaakt en een sneller herstel laten optekenen dan tijdens de voorgaande decennia. Deze grotere veerkracht hield ook stand tijdens de grote recessie. Opmerkelijk is dat de OE's sinds 2000 de GE's overtreffen zowel op het vlak van de korte duur van de recessies als wat de kracht van de expansies betreft.

De OE's lijken momenteel dan ook beter bestand te zijn tegen schokken die een versturende invloed kunnen hebben en die de waarschijnlijkheid verhogen dat een expansiefase ten einde loopt. Het IMF (2012) stelt twee binnenlandse schokken vast (bankcrisis en een forse stijging van de kredietverlening), alsook een aantal externe schokken (een sterke toename van de mondiale onzekerheid, een rentestijging in de VS, recessies in de geavanceerde economieën, een ruilvoetverslechtering, een plotselinge onderbreking

(1) Bovendien kan een grote stimulans op zich uitgroeien tot een bron van onhoudbare ontwikkelingen. In China, bijvoorbeeld, leidde een sterke kredietexpansie tot symptomen van oververhitting en sectorspecifieke onevenwichten, alsook tot de huidige bezorgdheid over de vastgoedprijzen en de buitensporige buitenbalansfinanciering door het bancaire systeem en de lokale overheden (OESO, 2013).

GRAFIEK 11 VERLOOP VAN DE PRODUCTIE PER HOOFD VAN DE BEVOLKING NA PIEKEN



Bron: IMF (2012).
Toelichting: Mediane productie per hoofd van de bevolking; piek = 100; jaren op de x-as.

van de kapitaalstromen) die het risico dat een expansie ten einde loopt, sterk vergroten⁽¹⁾. Inspanningen om de schokbestendigheid van een land te versterken, moeten dan ook worden toegespitst op het minimaliseren van het risico van binnenlandse schokken, bijvoorbeeld via een adequaat prudentieel toezicht (om bankcrisissen te voorkomen) of het opzetten van duidelijke mandaten inzake financiële stabiliteit (om te vermijden dat de kredietverlening sterk zou toenemen). Terwijl binnenlandse beleidsmakers meestal geen vat hebben op externe schokken, kunnen zij toch de voorwaarden scheppen om de mogelijke verstoringen ervan te temperen⁽²⁾.

Terwijl het identificeren van verscheidene nadelige schokken een eerste vereiste is om deze adequaat aan te pakken, kunnen beleidsbeperkingen het ten uitvoer leggen van de nodige preventieve maatregelen soms belemmeren⁽³⁾. De pijnlijke ervaringen van verschillende zware financiële en economische crisissen in een aantal OE's na 1990 – Mexico (1994), de Aziatische landen (1997), Rusland (1998), Turkije (2001), Argentinië (2001) – hebben in ieder geval het nodige risicobesef verhoogd en de beperkingen inzake de tenuitvoerlegging van dergelijke

maatregelen versoepeld. Deze crisissen vormden inderdaad de aanzet tot institutionele hervormingen en degelijker beleidskaders⁽⁴⁾, die tijdens de crisis van 2008-09 vaak succesrijk bleken aangezien tal van OE's de inkrimping van de buitenlandse vraag en van de kapitaalstromen op dat ogenblik deels konden compenseren. Deze reactie vormde een significante breuk met hun eigen verleden. In de rest van dit hoofdstuk worden kort een aantal onderliggende kenmerken van deze sterkere veerkracht besproken, namelijk de rol van de beleidskaders, van de structurele kenmerken en van de institutionele factoren.

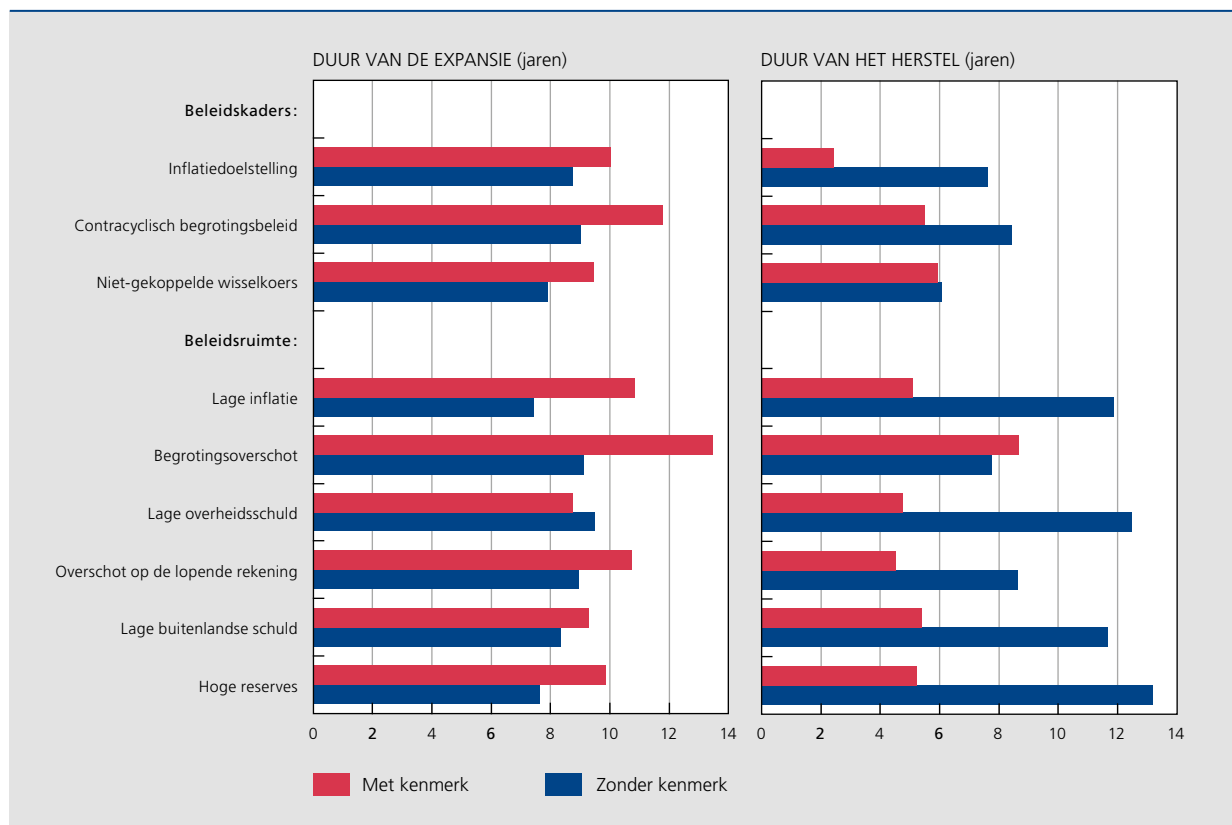
(1) Het effect is bijzonder sterk voor binnenlandse schokken, evenals bij een plotselinge onderbreking van de kapitaalstromen (sudden stops) en recessies in de GE's. Deze laatste bevinding stelt op haar beurt de hierboven besproken loskoppelingshypothese ter discussie.

(2) Er zij echter opgemerkt dat een binnenlandse schok wellicht een externe schok voor derde landen betekent, en omgekeerd. In een geïntegreerde wereld wordt het vermijden van binnenlandse schokken dan ook een zaak van gemeenschappelijk belang, wat het goedkeuren van regels en regelgevende normen op wereldvlak zou rechtvaardigen.

(3) Over het algemeen kan dit bijvoorbeeld het geval zijn wanneer de kosten van een preventieve maatregel duidelijk bepaald zijn en soms worden toegerekend aan een bepaalde (invloedrijke) groep, terwijl de – zij het talrijkere – maatschappelijke voordelen te sterk verspreid zijn in de samenleving om de nodige steun te verkrijgen (bv. hogere kapitaalvereisten kunnen kosten impliceren voor de financiële sector, maar ze kunnen tevens de financiële stabiliteit versterken).

(4) In sommige gevallen was de tenuitvoerlegging van institutionele hervormingen een voorwaarde om multilaterale financiële bijstand te ontvangen.

GRAFIEK 12 GEVOLGEN VAN BELEIDSMAATREGELEN VOOR DE DUUR VAN DE EXPANSIE EN DE SNELHEID VAN HET HERSTEL IN DE OE'S



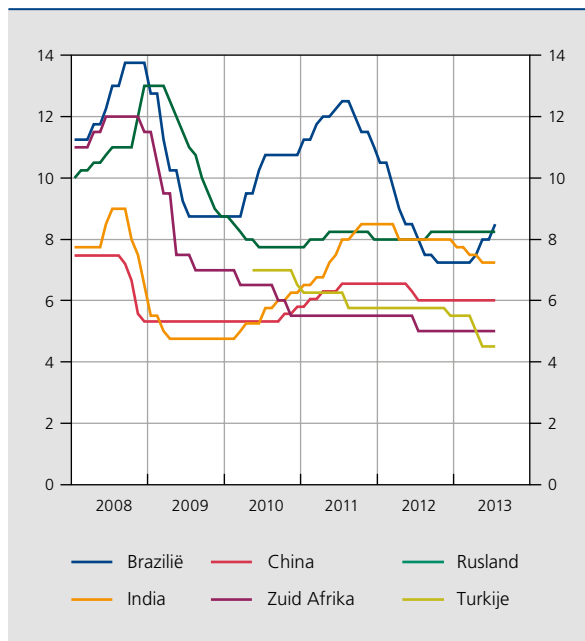
Bron: IMF (2012).

4.1 Economischbeleidskaders en manoeuvreerruimte

Contracyclische budgettaire beleidskaders en, daarbij aansluitend, het voorhanden zijn van budgettaire manoeuvreerruimte (namelijk begrotingsoverschotten en een lage overheidsschuld) zijn nauw gerelateerd aan langere expansies en kortere periodes van teruggang, zoals blijkt uit IMF (2012). Omgekeerd laten landen zonder die kenmerken doorgaans kortere expansieperiodes en langere herstelperiodes optekenen (zie grafiek 12). Sinds 2000 hebben een groot aantal OE's – bijvoorbeeld Chili en Brazilië – effectief dergelijke kaders ingesteld (Frankel et al., 2012), wat een breuk betekende met het procyclisch begrotingsbeleid uit het verleden (1960-99) dat onder meer het gevolg was van een onvolkomen toegang tot de kredietmarkt, waardoor tijdens een neergangsfase een begrotingsexpansie werd verhinderd, of van politieke druk om in periodes van groei de overheidsinvesteringen te verhogen of de belastingen te verlagen. Frankel et al. schrijven deze vooruitgang toe aan de algemene verbetering van de institutionele kwaliteit in de OE's en in het bijzonder aan de efficiëntere budgettaire beleidskaders, bijvoorbeeld de oprichting van onafhankelijke begrotingsinstellingen (meer bepaald prognose instanties) alsook aan de invoering van begrotingsregels die gebaseerd zijn op conjunctuurgezuiverde primaire saldi, zoals in Chili.

Ook op monetairbeleidsniveau vond een vergelijkbare contracyclische heroriëntatie plaats (BIB, 2012; Vegh en Vuletin, 2012). De geslaagde overgang op beleidskaders die gebaseerd zijn op inflatiedoelstellingen (inflation targeting) bood de centrale banken in heel wat OE's de geloofwaardigheid en de ruimte (namelijk een lage inflatie) om een accommoderend beleid te voeren als reactie op negatieve schokken. Hun reacties tijdens de wereldwijde financiële crisis zijn daar een goed voorbeeld van: bij het uitbreken van de crisis besloten ze, net als hun GA-tegenhangers, hun rente fors te verlagen, vaak tot historische dieptepunten. Dit was het geval in Brazilië, Zuid-Afrika, of nog, Turkije, een land dat tevens een aantal nieuwe 'niet-conventionele' beleidsinstrumenten instelde⁽¹⁾. Terwijl vervolgens in sommige landen de ruimte om de rentetarieven op een laag peil te handhaven, uitgehold werd door de inflatoire druk of door de aantrekkende kredietgroei (bv. in India, Rusland en meer recentelijk Brazilië), slaagden andere OE's er niettemin in hun rente laag te houden (zie grafiek 13). Deze beleidsreactie wijkt af van soortgelijke periodes in het verleden, toen vele OE's geen andere keuze hadden dan hun monetair beleid te verkrappen om de uitstroom van kapitaal te voorkomen en te vermijden dat hun valuta's zouden depreciëren. Hoewel dergelijke beleidsmaatregelen soms onvermijdelijk waren als gevolg van de heersende omstandigheden – bv. een vaste wisselkoers, zwakke

GRAFIEK 13 BELEIDSRENTETARIEVEN IN EEN REEK O'E'S (in %)



Bron : Datastream.

fundamentals (aanzienlijke valutamismatches) – versterkten ze de inkrimping van de geaggregeerde vraag.

Dit laatste punt maakt echter ook duidelijk dat de uitvoerbaarheid van een contracyclische monetairbeleidsreactie afhankelijk is van het wisselkoersstelsel en van de externe positie van een land, d.w.z. dat fears of free falling (Vegh en Vuletin, 2012) vooraf moeten worden ontkracht. Na de ervaringen van de jaren negentig schakelden heel wat OE's immers over op zwevende wisselkoersen, die automatisch externe aanpassingen gemakkelijker maakten, en verbeterden ze hun externe posities (Didier et al., 2011; IMF, 2012). Door bijvoorbeeld het aandeel van de in vreemde valuta's luidende schuld te verminderen⁽²⁾, werden de risico's van negatieve balanseffecten als gevolg van wisselkoersschommelingen kleiner, terwijl in sommige regio's (bv. Latijns-Amerika en het Caraïbisch gebied) landen erin slaagden de gemiddelde looptijd van hun internationale schulden te verlengen. Terzelfder tijd nam het beroep op externe financiering af dankzij een verbetering van de saldi op de lopende rekening van heel wat landen. Tot slot werd de structuur van de buitenlandse activa en passiva hervormd: terwijl de passiva voortaan meer de vorm van aandelen aannemen (veeleer dan schuld, zie

(1) Voor een beschrijvende analyse van het nieuwe monetairbeleidskader, zie Kara (2012).

(2) Het vermogen om schuldbewijzen in binnenlandse valuta's uit te geven, is uiteraard afhankelijk van de stevigheid van de fundamentals.

verderop), begonnen tal van OE's zelf schuldactiva in het buitenland op te bouwen, zoals wordt weerspiegeld in de toename van deviezenreserves op hun actiefzijde⁽¹⁾. Al deze kenmerken – een flexibel wisselkoersstelsel, overschotten op de lopende rekening, een geringe buitenlandse schuld en een hoog reservevolume – zijn over het algemeen gerelateerd aan een hogere veerkracht (zie grafiek 12). Cardarelli et al. (2010) tonen bijvoorbeeld aan dat geringere tekorten op de lopende rekening, een contracyclisch begrotingsbeleid en een nominale wisselkoersflexibiliteit plotselinge onderbrekingen van de kapitaal invoer minder waarschijnlijk hebben gemaakt of dat ze landen in een betere positie hebben gebracht om dergelijke onderbrekingen op te vangen (in het bijzonder omdat wisselkoersappreciaties de kapitaalinstroom al zouden beperken).

4.2 Structurele kenmerken

De structurele kenmerken van een economie, bijvoorbeeld haar openheid voor internationale handel of de samenstelling van haar kapitaal invoer, bepalen ook haar blootstelling aan schokken en, derhalve, haar veerkracht. Enkele florissante uitvoer- (bv. grondstoffengerelateerde) of binnenlandse sectoren (bv. de huizensector) kunnen op korte termijn de motor zijn van de groei, maar ze kunnen zowel middelen als beleidsaandacht onttrekken aan activiteiten die misschien zouden bijdragen aan een duurzamer groei op langere termijn en aldus het aanpassingsvermogen van een land belemmeren. De diversificatie van economische sectoren of van handelspartners kan de daling van de vraag van een handelspartner of van een specifieke sector helpen temperen. Een grotere heroriëntatie en meer aandacht voor hun peers hebben vele OE's blijkbaar geholpen om de effecten van de recente crisis op te vangen, ook al ging zulks misschien ten koste van nieuwe kwetsbaarheden in de vorm van een afhankelijkheid van grondstoffenuitvoer en specifieke uitvoermarkten, zoals China.

De samenstelling van de kapitaal invoer bepaalt ook de risico's inzake een plotselinge kapitaalstop (sudden stop) waarmee een land kan worden geconfronteerd. Periodes van aanzienlijke kapitaal invoer gaan doorgaans gepaard met een snellere groei op korte termijn (Cardarelli et al., 2010), maar komen vaak ook abrupt tot stilstand, wat dan kan resulteren in een economische neergang, zoals hierboven werd aangetoond⁽²⁾. Buitenlandse directe investeringen (BDI) bleken doorgaans de meest stabiele stroom naar OE's te zijn en spelen omzeggens geen rol in periodes van plotselinge kapitaalstop (Levchenko en Mauro, 2007). Een groter aandeel van BDI in de kapitaal invoer zou dan ook moeten bijdragen aan de veerkracht

van een economie. Bemoedigend is dat, in vergelijking met de kapitaalgolven naar de OE's in de jaren negentig, het BDI-aandeel in de jaren 2000 dominant is geworden (Cardarelli et al., 2010)⁽³⁾.

Het IMF (2012) onderzoekt het verband tussen verschillende structurele kenmerken en, respectievelijk, de duur van een expansie en de snelheid van het herstel. De conclusie is dat de duur van een expansiefase toeneemt met het aandeel van de BDI in de kapitaal invoer en afneemt met de graad van inkomensongelijkheid, die in sommige OE's aanzienlijk is. Tevens is de snelheid van het herstel positief gerelateerd aan een grotere commerciële openheid, aan de diversifiëring van de uitvoer, aan een grotere openheidsgraad van de kapitaalrekening en aan een groter aandeel van de BDI. Didier et al. (2011) gaan ook na welke invloed landenkenmerken hebben op een inzinking van de groei en op het herstel, en constateren dat economieën met een grotere commerciële en financiële openheid in 2008-09 hun groei sterker zagen vertragen. Deze beide kenmerken gaan echter ook gepaard met snellere oplevingen wat, zoals in het voorgaande hoofdstuk werd bevestigd, de dualiteit van de openheid duidelijk bevestigt.

4.3 Groeipotentieel en institutionele kwaliteit

Het 'vermogen om langere en sterkere groeiperiodes aan te houden' is nauw verbonden met het groeipotentieel van een land. De veerkracht moet dan ook vanuit dat perspectief worden beschouwd. Het inhaalproces was een stuwende kracht achter de snellere groei in de OE's en het speelt dan ook een rol in de opgetekende veerkracht. Het voordeel van het starten vanop een laag ontwikkelingsniveau heeft te maken met de overvloed aan factoren die initieel kunnen worden ingezet in activiteiten waar ze hogere (maar afnemende) opbrengsten genereren alsook met de mogelijkheid om technologie te importeren uit het buitenland. De ruimte voor een dergelijke groei is evenwel per definitie beperkt en lijkt eigenlijk te verkleinen

(1) De deviezenreserves kunnen worden beschouwd als een vrijwaringsmechanisme tegen de omslag van kapitaalstromen: door het verkleinen van het gepercipieerde kredietrisico van een land en het wegnemen van twijfels omtrent de solvabiliteit ervan, zouden ze ertoe moeten bijdragen de financieringsbereidheid van de beleggers te vrijwaren om het land kapitaal te verstrekken en zijn schuld te verlengen. Mochten de externe financieringsbronnen toch opdrogen, dan vormen ze een eerste verdedigingslinie, die tijdelijk kan worden aangesproken, met name om kortetermijnschuld af te lossen of ordelijke aanpassingen te ondersteunen, en daarbij zelfversterkende financiële druk of besmetting te temperen. Reserves aanhouden, brengt echter kosten met zich: de accumulatie ervan kan (soms bewust) de wisselkoers verstoren en (indien niet gesteriliseerd) inflatoire druk creëren. De aanzienlijke reserves kunnen bijdragen tot mondiale onevenwichten, met name wanneer die het gevolg zijn van de financiering van grote tekorten op de lopende rekening in het buitenland (hoofdstuk 2). Ten slotte zijn er opportuniteitskosten verbonden aan het aanhouden van reserves (ten opzichte van het beleggen in hogerrendende activa).

(2) Dit verklaart deels de bezorgdheid van sommige OE's over het zeer accommoderend monetair beleid dat momenteel in de GE's wordt gevoerd.

(3) Voorts vertonen de BDI andere gewenste eigenschappen, zoals mogelijke spillover-effecten (technologie, menselijk kapitaal, overheidsinkomsten, enz.), die de groei in de gastecomie in de hand kunnen werken.

naarmate de landen een modaalinkomensniveau bereiken (Eichengreen et al., 2013). Teneinde niet in dergelijke 'modaalinkomensvallen' te belanden, moeten landen instellingen oprichten en infrastructures opzetten die de productiviteitsgroei en uiteindelijk een hogere levensstandaard in de hand werken. In hun analyse van een reeks landen die deze 'val' hebben overwonnen, beklemtonen Agénor en Canuto (2012) het belang van geavanceerde infrastructures (voornamelijk communicatie-infrastructuur), robuuste instellingen die toezien op de naleving van eigendomsrechten en arbeidsmarktregels die een perfecte match tussen werknemers en banen niet in de weg staan. Die conclusies worden ondersteund door eerder onderzoek, waaruit een positief verband blijkt tussen de kwaliteit van de instellingen, enerzijds, en de investeringen en de groei, anderzijds (zie Aron, 2000).

5. Conclusies en uitdagingen voor de toekomst

Het belang van de OE's voor de wereldeconomie is de laatste decennia aanzienlijk toegenomen. Dit blijkt uit hun groeiend aandeel in de wereldhandel en de kapitaalstromen alsook uit hun vermogen om de vraag, de prijzen en de financiële stabiliteit op mondiaal niveau te beïnvloeden. Tegelijkertijd stak hun groeipotentieel af tegen dat van de GE's doordat het aanhoudend hoger lag, minder volatiel bleek en mogelijk minder gesynchroniseerd was. Hun sterkere veerkracht dan in het verleden is blijkbaar het resultaat van betere beleidskaders, performantere instellingen en de tenuitvoerlegging van contracyclische economische beleidsmaatregelen. Hoewel de OE's zeker niet gespaard bleven van de mondiale financiële crisis van 2008-09, hebben die kenmerken hen geholpen de negatieve invloed ervan te beperken en de crisis beter aan te pakken dan soortgelijke gebeurtenissen in het verleden, toen externe schokken in eigen land vaak werden uitvergroet. Voorts, en ondanks een aantal regionale uitzonderingen, zoals Midden- en Oost-Europa, veerden de OE's na de grote recessie over het algemeen sneller en krachtiger op dan de GE's.

Veerkracht is in hoge mate het gevolg van factoren die binnenlandse beleidsmakers direct kunnen reguleren of ten minste beïnvloeden, bijvoorbeeld door degelijke beleidskaders op te zetten en ervoor te zorgen dat de macro-economische fundamentals stevig blijven. Zelfs in landen met een groot inhaalpotentieel, mag een snelle groei niet als vanzelfsprekend worden beschouwd, zoals gebleken is uit de periode vóór 2000. Het is derhalve de eigen verantwoordelijkheid van landen om hun groeipotentieel

duurzaam te verbeteren en groeibelemmingen uit de weg te ruimen. Dit kan er in sommige gevallen in bestaan de bureaucratie of corruptie aan te pakken, of in andere gevallen te zorgen voor een level playing field tussen particuliere bedrijven en overheidsbedrijven. Voorts moeten de landen zich ook voldoende flexibel tonen om in te spelen op de voortschrijdende veranderingen in hun externe omgeving. Het oprichten van sterke instellingen en competente autoriteiten (financiële marktenregulators, mededingingsautoriteiten, octrooibureaus, enz.) vergt echter tijd en is duur. Permanente veerkracht is derhalve illusoir, met name omdat de beschikbare beleidsruimte, een van de factoren die ertoe bijdraagt, beperkt is en zodra deze uitgeput is, ze opnieuw moet worden opgebouwd. In een onderling sterk verbonden wereldeconomie, waar de voordelen van integratie en ontwrichtende factoren vaak via hetzelfde kanaal doorwerken, verdient een redelijke mate van behoedzaamheid en matiging aanbeveling om te vermijden dat een buitensporig beroep zou worden gedaan op buitenlands kapitaal of dat de afhankelijkheid van specifieke exportmarkten of producten te groot zou worden.

Dit artikel heeft aangetoond dat de unidirectionele invloed van de OE's geleidelijk afgenomen is. Het bevat tevens een aantal voorbeelden waaruit is gebleken dat de OE's de mondiale economische ontwikkelingen recentelijk hebben beïnvloed. Dit bewijst inderdaad dat de onderlinge afhankelijkheid van de OE's en de GE's steeds meer in twee richtingen werkt. Beklemtoond wordt tevens welke opmerkelijke rol China in het bijzonder voor de OE's en meer algemeen voor de wereldeconomie is beginnen te spelen. Het valt nu af te wachten in welke mate de traditionele koppelings- en schoktransmissiepatronen mettertijd zullen worden beïnvloed.

In de toekomst zal het relatieve gewicht van de OE's naar verwachting verder toenemen. Het tempo en de aard van dat proces is echter omgeven met veel onzekerheid. Terwijl de GE's, en in het bijzonder het eurogebied, blijven worstelen met de nasleep van de financiële crisis, herzien tal van OE's zelf hun groeimodel. Op korte termijn zal de veerkracht van de OE's wellicht verder op de proef worden gesteld, zoals blijkt uit de recente neerwaartse herziening van de groeiprognoses van het IMF voor 2013 en 2014, zowel voor de OE's als voor de GE's (IMF World Economic Outlook, bijwerking van juli 2013). Tegelijkertijd lijkt de krachtige beleidsreactie van China op de crisis steeds meer een potentiële bron van destabilisering te worden. Gezien de onderlinge verbondenheid van de OE's, enerzijds, en van de OE's en de GE's, anderzijds, kan dit zich opnieuw gaan vertalen in meer gesynchroniseerde bewegingen van de conjunctuurcycli.

Bibliografie

Asian Development Bank (ADB) (2007), *Uncoupling Asia: Myth and reality*, Asian Development Outlook.

Agénor, P.-R. en O. Canuto (2012), *Middle-income growth traps*, World Bank Policy Research Working Paper 6210, September.

Aron, J. (2000), "Growth and institutions: A review of the evidence", *The World Bank Research Observer*, vol. 15, No. 1, February, 99-135.

Baxter en Kouparitsas (2005), *Determinants of business cycle comovement: A robust analysis*, Journal of Monetary Economics 52 (2005) 113–157.

Borio C. en P. Disyatat (2011), *Global imbalances and the financial crisis: Link or no link?*, BIS Working Paper 346.

BIS (2012), *Fiscal policy, public debt and monetary policy in emerging market economies*, BIS Papers 67, October.

Cardarelli, R., S. Elekdag en M. A. Kose (2010), "Capital inflows: Macroeconomic implications and policy responses", *Economic Systems, Elsevier*, vol. 34, 333-356.

Cesa-Bianchi, A., M. Hashem Pesaran, A. Rebucci en TengTeng Xu (2012), *China's emergence in the world economy and business cycles in Latin America*, Bank of Canada Working Paper 2012-32.

Didier, T., C. Hevia en S. L. Schmukler (2011), *How resilient and countercyclical were emerging economies to the global financial crisis?*, World Bank Policy Research Working Paper 5637, April 2011.

Eickmeier, S. en M. Kühnlenz (2013), *China's role in global inflation dynamics*, Deutsche Bundesbank Discussion Paper 07/2013.

Frankel, J. A., C. A. Végh en G. Vuletin (2012), *On graduation from fiscal procyclicality*, NBER Working Paper 17619, November 2011, Revised July 2012.

IMF (2012), "Resilience in emerging market and developing economies: will it last?", *World Economic Outlook 2012*, chapter 4.

IMF (2013), *World Economic Outlook* April 2013.

IMF (2013), *World Economic Outlook Update* July 2013.

Kara, A. Hakan (2012), *Monetary policy in Turkey after the global crisis*, Working Paper 12/17, Central Bank of the Republic of Turkey.

Kose, A., Ch. Otrok en E. Prasad (2008), *Global business cycles: Convergence or decoupling?*, IMF Working Paper WP/08/143, June.

Leduc, S. en M. M. Spiegel (2013), *Is Asia decoupling from the United States (again)?*, Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2013-10, May.

Levchenko, A. en P. Mauro (2007), "Do some forms of financial flows protect from sudden stops?", *World Bank Economic Review*, 21 :3, September, 389-411.

Mlachila, M. en M. Takebe (2011), *FDI from BRICs to LICs: Emerging growth driver?*, IMF Working Paper WP/11/178, July.

- OECD (2013), *OECD Economic Surveys: China*.
- OECD, (2013), *Interconnected economies: Benefiting from global value chains*.
- OECD (2012), *Food and agriculture*, OECD Green Growth Studies, OECD Publishing.
- OECD-FAO (2013), *Agricultural outlook, 2013-2022*.
- Pula, G. en T. A. Peltonen (2009), *Has emerging Asia decoupled? An analysis of production and trade linkages using the Asian international input-output table*, ECB Working Paper series 993, January.
- Quah, D. (2011), "The global economy's shifting centre of gravity", *Global Policy* vol. 2, issue 1, January, 3-9.
- Rana, P. B. (2013), *From a centralized to a decentralized global economic architecture: An overview*, ADBI Working Paper 401, January 2013.
- Roache (2012), *China's impact on world commodity markets*, IMF Working Paper WP/12/115, July.
- Siklos, P. L. (2012), *No coupling, no decoupling, only mutual inter-dependence: Business cycles in emerging vs. mature economies*, BOFIT Discussion Papers 17/2012.
- Simola, H. (2012), "How have emerging economies changed global price trends?", *Bank of Finland Bulletin* 4/2012, Vol. 86.
- Vegh, C. A. en G. Vuletin (2012), *Overcoming the fear of free falling: Monetary policy graduation in emerging markets*, NBER Working Paper 18175, June.
- World Bank (2013), *Global monitoring report 2013: Rural-urban dynamics and the Millennium development goals*, Washington DC.

Structuur en verdeling van het gezinsvermogen: een analyse op basis van de HFCS

Ph. Du Caju^(*)

Inleiding

Het totale financiële vermogen van de gezinnen kan worden afgeleid uit de financiële rekeningen. Deze rekeningen geven een overzicht van de vorderingen en de schulden van de nationale institutionele sectoren tegenover elkaar (niet-financiële vennootschappen, financiële vennootschappen, overheid, huishoudens) en van de nationale economie tegenover de rest van de wereld. Ze maken integraal deel uit van het systeem van nationale rekeningen. Het totale reële vermogen van de gezinnen kan worden geschat aan de hand van ramingen van het vastgoedbezit en van de vastgoedprijzen⁽¹⁾. Deze macro-economische informatiebronnen leren echter weinig over de verdeling van het vermogen over de gezinnen. Hiervoor zijn gegevens op gezinsniveau nodig. Omdat een vermogensregister in België niet bestaat, en omdat dergelijke registers in andere landen nooit een volledig beeld van alle soorten activa bieden, zijn enquêtegegevens nodig om zicht te krijgen op de verdeling van de vermogens over de gezinnen en op de samenstelling van de vermogens van individuele gezinnen. Dergelijke micro-economische informatie was tot voor kort in België nauwelijks of niet beschikbaar. Daar is verandering in gekomen met de oprichting van een *Household Finance and Consumption Network* (HFCN) in het Eurosysteem. Dit netwerk houdt een *Household Finance and Consumption Survey* (HFCS) in alle landen van het eurogebied. De afgewerkte resultaten van de eerste golf

van deze enquête worden in dit artikel gebruikt om de structuur en de verdeling van het gezinsvermogen te analyseren.

De rest van het artikel bestaat uit vier delen. Het eerste deel van dit artikel geeft toelichting bij het ontstaan en de context van het HFCN. Daarnaast komen de inhoud en de organisatie van de HFCS aan bod. In het tweede deel van het artikel wordt de samenstelling van het vermogen van de gezinnen geanalyseerd. Hierbij wordt een onderscheid gemaakt tussen reële en financiële activa. De HFCS hanteert een ruime definitie van reële en financiële activa van de gezinnen, en vraagt de gezinnen telkens, ten eerste, of ze een bepaald actief bezitten en, ten tweede, hoeveel het actief waard is. De enquête leert dus niet alleen iets over de participatiegraad (de deelname van gezinnen aan de verschillende beleggingsvormen) maar ook over de waardering van die beleggingen. Het derde deel behandelt de schulden van de gezinnen. Het gaat hier niet alleen om hypothecaire schulden – in het kader van de aankoop van de eigen voornaamste verblijfplaats of van ander vastgoed – maar ook om niet-hypothecaire schulden, zoals kredietlijnen en rekeningtekorten, uitstaande schulden op kredietkaarten en andere schulden (consumentenkrediet, autoleningen, ...). Het vierde deel rondt het geheel af met een analyse van het nettovermogen van de gezinnen. Hierbij wordt speciaal aandacht besteed aan de verdeling van dat nettovermogen over de gezinnen en wordt ze vergeleken met de verdeling van de inkomens. Ook met de andere landen van het eurogebied wordt een vergelijking getrokken. Het besluit vat de voornaamste bevindingen op basis van deze nieuwe gegevensbron samen.

(*) De auteur bedankt Laurent Van Belle voor de statistische verwerking van de gegevens.

(1) Zie: Pouillet Gh. (2013), 'Het onroerend vermogen per institutionele sector', NBB, *Economisch Tijdschrift*, 85-100, juni. Deze ramingen geven een idee van het totale vastgoedvermogen op het Belgische grondgebied.

1. Het Household Finance and Consumption Network en de Survey van dit netwerk

Om de financiële situatie – en meer bepaald de activa – van de gezinnen te analyseren, vormen de financiële rekeningen de klassieke macro-economische gegevensbron die meestal wordt aangewend. Omdat deze macro-economische informatiebronnen geen informatie bevatten over de verdeling van het vermogen over de gezinnen, worden die bronnen nu aangevuld met enquêtegegevens op gezinsniveau.

1.1 Context van het HFCN en de HFCS

In 2008 besloot de Raad van Bestuur van de Europese Centrale Bank (ECB) een enquête naar het financieel gedrag van de gezinnen (*Household Finance and Consumption Survey*, HFCS) in het eurogebied te houden. Daartoe werd een specifiek onderzoeksnetwerk (*Household Finance and Consumption Network*, HFCN) opgericht. Het is samengesteld uit onderzoekers, statistici en enquêtespecialisten van de ECB, de nationale centrale banken (NCB's), bepaalde nationale statistische instituten en externe consultants. De Nationale Bank van België is verantwoordelijk voor de Belgische HFCS, waarbij de departementen Studiën en Algemene statistiek nauw samenwerken. Het doel van dit HFCN is om de bestaande macro-economische gegevens uit de financiële rekeningen aan te vullen met micro-economische informatie op het niveau van individuele gezinnen. Dat maakt het mogelijk om specifiek wetenschappelijk onderzoek en beleidsrelevante analyse te doen over en een beeld te krijgen van verdelingsaspecten van activa en passiva. De individuele gegevens zullen in bepaalde gevallen eventueel ook kunnen worden gebruikt om de financiële rekeningen te verbeteren.

Over de werking van het HFCN en over de organisatie van de HFCS in België werd reeds uitvoeriger gerapporteerd⁽¹⁾ in het Economisch Tijdschrift van de Bank in juni 2012. Hier herhalen we enkele van de voornaamste punten. Het HFCN organiseert een geharmoniseerde enquête over het financiële gedrag van de gezinnen in alle eurolanden. Die enquête is deels gebaseerd op de in sommige landen reeds bestaande surveys (bijvoorbeeld Frankrijk, Italië, Nederland en Spanje, maar ook de Verenigde Staten). De eerste golf van de HFCS vond plaats in alle landen van het eurogebied, met uitzondering van Ierland en Estland, die vanaf de tweede golf zullen deelnemen. Voor de eerste

golf werden de interviews in de meeste landen – waaronder België – uitgevoerd in 2010. In het totaal werden meer dan 62 000 gezinnen geïnterviewd in het eurogebied, waaronder 2 364 in België. De volgende golf is in de meeste landen gepland tegen 2014. Dergelijke enquêtes zouden voortaan om de drie jaar worden gehouden. Bij elke volgende survey zal een deel van de gezinnen die aan voorgaande fasen hebben deelgenomen, opnieuw worden geïnterviewd. Zo ontstaat een panel van gezinnen die in de loop der tijd zullen worden gevolgd. Dit maakt de enquête dynamisch en biedt nieuwe mogelijkheden voor beleidsrelevante analyse en wetenschappelijk onderzoek.

Het basismateriaal van de resultaten van de eerste golf werd binnen het HFCN verwerkt, volgens procedures, regels en een timing die door het netwerk werden vastgelegd. Hierbij gaat het voornamelijk over imputatie en anonimisering van de gegevens. Imputatie is de toekenning van een fictieve – maar realistische – waarde aan ontbrekende gegevens in de antwoorden van de respondenten, op basis van andere in de enquête beschikbare informatie. Een dergelijke imputatie is statistisch onvermijdelijk omdat het niet als toevallig kan worden beschouwd dat bepaalde gezinnen sommige vragen niet beantwoorden. Zo zullen allicht de meer vermogende gezinnen terughoudend zijn om over de waarde van (sommige van) hun activa te rapporteren. Daardoor zou er een scheeftrekking van de resultaten ontstaan, die alleen met imputatie kan worden verholpen. Dit proces moet worden geharmoniseerd tussen de landen, wat veel tijd vergt.

Bovendien moeten de gegevens op een coherente manier worden geanonimiseerd, vooraleer de data ter beschikking worden gesteld. De bescherming van de persoonlijke levenssfeer van de gezinnen die aan het onderzoek deelnemen, is immers een absolute prioriteit. Anonimisering in statistische zin betekent niet alleen dat identiteitsgegevens moeten worden gewist, maar ook dat maximale inspanningen moeten worden geleverd om te vermijden dat individuele gezinnen of personen kunnen worden opgespoord aan de hand van de informatie uit de survey. Ook hier wordt gestreefd naar een maximale uniformisering van de regels voor alle landen en surveys. Tot slot worden de gezinnen gewogen op basis van hun aandeel in de totale populatie. Alle resultaten die in deze nota worden gepresenteerd, zijn gebaseerd op geïmputeerde en gewogen gegevens.

Het veldwerk- en referentiejaar van de enquête is 2010 voor de meeste landen (waaronder België). In sommige landen gingen de enquêtes wat vroeger of later van start, ten gevolge van de tijdschema's van reeds bestaande enquêtes van dit type. Het HFCN beoogt de timing van het veldwerk voor de volgende fasen verder te

(1) Zie: Du Caju Ph. (2012), 'Activavorming door de gezinnen tijdens de financiële crisis', NBB, *Economisch Tijdschrift*, 91-105, juni.

synchroniseren. Na de verzameling van de brongegevens werd tijdrovend statistisch postveldwerk uitgevoerd door de statistici van de NCB's en de ECB. De gegevens werden bewerkt (dat wil zeggen aangevuld met informatie uit andere bronnen, en gecorrigeerd voor inconsistenties) en ontbrekende waarden werden geïmputeerd. De gegevens werden in april 2013 gepubliceerd⁽¹⁾.

De HFCS is bedoeld om de beleidsanalyse van het Eurosysteem te ondersteunen, vooral op het gebied van monetair beleid en financiële stabiliteit. Gegevens die de heterogeniteit van de sector huishoudens omvatten, zoals die door de HFCS worden verstrekt, kunnen macrogegevens (voornamelijk nationale rekeningen) aanvullen met verdelingsgegevens (bijvoorbeeld over de asymmetrie in de vermogensverdeling). Als zodanig maken HFCS-gegevens het mogelijk het gedrag te analyseren van specifieke subgroepen van huishoudens die van bijzonder belang zijn voor het beleid, bijvoorbeeld de laagste of hoogste inkomens- en vermogensdecilen, huishoudens met een overmatige schuldenlast of huishoudens met kredietbeperkingen. Zo heeft de financiële crisis aangetoond dat specifieke types van gezinnen – gezinnen met diepe schulden – een relatief grote invloed kunnen hebben op macro-economische gebeurtenissen. Daarenboven heeft de relatief kleine subgroep van de allerrijkste gezinnen een disproportionele impact op de statistieken als geheel. Bovendien worden gezinnen geconfronteerd met grote idiosyncratische schokken (bijvoorbeeld het verlies van een baan) en kunnen de reacties van verschillende types van gezinnen op schokken vrij sterk uiteenlopen, wat enkel aan de hand van microgegevens kan worden onderzocht. Vooral in België, waar microgegevens over het vermogen van gezinnen schaars zijn, verschaft de HFCS dus heel wat nieuwe informatie.

De ultieme doelstelling van het monetair beleid van het Eurosysteem is prijsstabiliteit. Daartoe worden beleidsinstrumenten gebruikt zoals het rentepeil. Een rentewijziging kan evenwel een verschillende impact hebben op groepen van gezinnen, zoals leners en ontleners, of huiseigenaars en huurders. Deze groepen kunnen verschillend reageren op beleidswijzigingen. In dit verband kan de transmissie van het monetair beleid afhangen van de financiële situatie van subgroepen van gezinnen. Het is dus belangrijk voor centrale banken om een inzicht te verwerven in de verdeling van de welvaart om te kunnen inschatten hoe de transmissie van hun monetair beleid

verloopt. Dit betekent uiteraard niet dat de verdeling van de welvaart kan worden bijgestuurd door het monetair beleid. Enquêtegegevens worden gebruikt om macro-economische modellen met heterogene subjecten te bouwen en te kalibreren, die een beter inzicht verschaffen in diverse aspecten van de transmissie van het monetair beleid en van de financiële stabiliteit.

Het hoofddoel van de HFCS is dan ook om structurele micro-economische informatie te vergaren over de activa en passiva van de gezinnen in het eurogebied. De enquête verzamelt echter ook informatie over andere elementen (demografie, inkomen, ...) om de financiële beslissingen van gezinnen te analyseren. De resultaten van soortgelijke surveys die reeds in andere landen bestonden, hebben geleid tot boeiend onderzoek en een interessante beleidsanalyse, bijvoorbeeld over het aandeel van gezinnen met een (te) grote schuldenlast, over de vermogensverdeling en -ongelijkheid in het algemeen of over het feit dat bij deleveraging gezinnen met schulden hun consumptie sterker verminderen.

In dit artikel worden de eerste resultaten van de HFCS (2010) gebruikt om de structuur en de verdeling van het gezinsvermogen voor te stellen. De HFCS onderzoekt alleen particuliere gezinnen en al hun leden die op het moment van het interview in het land wonen. 'Institutionele' gezinnen (mensen die in een instelling wonen) worden niet opgenomen. Een gezin wordt gedefinieerd als een alleenstaande of een groep van personen die eenzelfde particuliere woning betrekken en uitgaven voor levensonderhoud delen⁽²⁾. Volgende aspecten komen in de analyse aan bod:

- i. *Participatiegraad*: het aandeel van de gezinnen (in %) dat een bepaald vermogensbestanddeel aanhoudt. De participatiegraad geeft dus de verspreiding van balansposten over de gezinnen weer.
- ii. *Conditionele mediaanwaarde*: deze beschouwt alleen de gezinnen die participeren aan een vermogensbestanddeel, en rapporteert voor die gezinnen de mediaanwaarde in euro van dat bestanddeel. De mediaan is de waarde van een bepaalde balanspost, zodat de helft van de gezinnen minder aanhoudt op die post, en de andere helft meer. De mediaan omvat dus de waarde voor een 'doorsneegezin', in het midden van de distributie. In tegenstelling tot het gemiddelde, wordt de mediaan niet vertekend door extreme observaties. De gemiddelde waarde, waarbij de totale waarde wordt gedeeld door het aantal participerende gezinnen, wordt sterk beïnvloed door extreme waarden. Aangezien vermogens relatief ongelijk verdeeld zijn, en er dus extreme waarden voorkomen die het

(1) Zie: Eurosystem Household Finance and Consumption Network (2013), *The Eurosystem Finance and Consumption Survey: Results from the First Wave*, ECB, Statistics Paper Series 2, April.

(2) Voor een meer gedetailleerde afbakening van het concept 'gezinnen', zie: Eurosystem Household Finance and Consumption Network (2013), *The Eurosystem Finance and Consumption Survey: Methodological Report for the First Wave*, ECB, Statistics Paper Series 1, April.

gemiddelde beïnvloeden, wordt er de voorkeur aan gegeven mediaanwaarden te presenteren, die een beter beeld geven van het doorsneegezin. In de HFCS wordt steeds de door de gezinnen zelf ingeschatte en gerapporteerde waarde opgenomen (zie hierna).

iii. *Vergelijkingen*: we maken vergelijkingen tussen landen van het eurogebied, en tussen groepen van gezinnen, bijvoorbeeld naar inkomensklasse of leeftijdsgroep. Zo krijgen we een beeld van de verdeling van de vermogens over de gezinnen.

1.2 Inhoud van de HFCS

De HFCS verstrekt gedetailleerde gegevens op het niveau van de huishoudens over verschillende aspecten van hun vermogenspositie (reële en financiële activa en passiva) en daarmee verband houdende variabelen, waaronder het inkomen, de pensioenen, de werkgelegenheid, giften en consumptiemaatstaven. De HFCS verschaft representatieve gegevens per land, die op geharmoniseerde wijze werden verzameld in de 15 deelnemende lidstaten van het eurogebied. Om het totale vermogenspeil nauwkeurig vast te stellen, hebben de meeste landen (inclusief België) ook een relatief groot aantal rijke huishoudens in de steekproef opgenomen⁽¹⁾. De vragenlijst van de HFCS is vrij uitgebreid. Voor gezinnen die veel verschillende activa en financieringsmiddelen hebben, konden de interviews (soms veel) langer dan een uur duren. De in België gebruikte vragenlijst is beperkt tot de *core questions* van de op het niveau van het HFCN geharmoniseerde vragenlijst, aangevuld met enkele – eveneens op het niveau van het Eurosysteem geharmoniseerde – *ad-hoc*vragen over de impact van de financiële crisis. Dit werd reeds besproken in het Economisch Tijdschrift van juni 2012. De vragen werden beantwoord door de persoon die het meest op de hoogte is van de financiën van het gezin.

De vragenlijst bestaat uit negen delen. Het eerste deel bevat vragen over demografische gegevens van het gezin. Hierin staat bijvoorbeeld informatie over de grootte en het type van het gezin, alsook over leeftijd, geslacht en opleidingsniveau van de gezinsleden. Het tweede deel behandelt reële activa en hun financiering. Hier komt vooral vastgoed (in de eerste plaats de eigen woning) aan bod, en de bijhorende hypothecaire kredieten, naast informatie over andere reële bezittingen, vooral voertuigen. Het derde deel vult het voorgaande aan met de niet-hypothecaire schulden, zoals consumentenkrediet. Specifieke aandacht

wordt daarbij besteed aan eventuele kredietbeperkingen die gezinnen recent ondervonden hebben. Het vierde deel behelst eigen bedrijven en financiële activa. Naast het eigen bedrijf (inclusief zelfstandige praktijk) en de participaties in niet-beursgenoteerde vennootschappen worden alle financiële instrumenten onderzocht die gezinnen kunnen hanteren. Het vijfde deel gaat over tewerkstelling. Hier wordt de arbeidsmarktsituatie van de gezinsleden bekeken. Het gaat dan over statuut (werkend, gepensioneerd, ...), beroep, type contract, enzovoort. Het zesde deel behandelt de pensioenen en is bedoeld om na te gaan in welke mate gezinsleden gedekt zijn door wettelijke of aanvullende pensioenstelsels. Het zevende deel over de inkomens van het gezin is geïnteresseerd in alle bronnen van inkomsten, gaande van het arbeidsinkomen over uitkeringen allerhande tot andere inkomensbronnen (bijvoorbeeld uit beleggingen). Het achtste deel betreft overdrachten tussen generaties, via zowel erfenissen als schenkingen. Het negende deel over consumptie is redelijk beperkt. Het bevat kwantitatieve vragen over consumptie van voeding en drank en veeleer kwalitatieve vragen over uitgaven in het algemeen, en hun verhouding tot het inkomen. Het is de bedoeling dit deel van de vragenlijst uit te breiden voor de tweede golf van de enquête. In deze nota wordt gebruik gemaakt van de resultaten van de belangrijkste (en meest gedetailleerde) delen van de enquête, met name delen 2, 3 en 4 van de vragenlijst over de activa van de gezinnen, zowel reële als financiële, en over hun schulden. De gegevens uit de andere delen, vooral het eerste en het zesde (gezinskenmerken, demografische gegevens en informatie over het inkomen) worden vooral aangewend om vermogensverschillen tussen de gezinnen te analyseren. Uiteraard zullen de gegevens van de enquête ook in andere (toekomstige) studies worden geanalyseerd.

Er dient te worden op gewezen dat de HFCS de door de gezinnen zelf ingeschatte waarde van de activa verzamelt. De enquêteurs moedigen gezinnen aan om, waar dat nuttig en mogelijk is, documenten te raadplegen zoals bankafschriften, belastingaangiften en dergelijke. Uiteraard is dit niet mogelijk voor alle activa, zoals vastgoed. Het is een bewuste keuze om gezinnen te vragen naar hun eigen waardering van hun bezittingen. Het is immers de bedoeling om het financieel gedrag van de gezinnen te bestuderen. Daarvoor is het belangrijk om te begrijpen hoe gezinnen zelf hun bezittingen en schulden inschatten. Het is namelijk deze perceptie die uiteindelijk het gedrag en de beslissingen van de gezinnen zal sturen. Deze zelf ingeschatte waarde zal niet noodzakelijk altijd overeenstemmen met de werkelijke marktwaarde, in het bijzonder voor vastgoed, en dan vooral wanneer dit niet recent werd verhandeld. Over het geheel genomen blijkt de waardering door de gezinnen echter niet in tegenspraak te zijn met beschikbare macro-economische

(1) Aangezien het vermogen in handen is van een relatief kleine groep van rijke gezinnen (die niet noodzakelijk gemakkelijk te interviewen zijn), zou een volledige toevallige steekproef een relatief groot staal vergen om ook voor deze groep representatief te zijn, wat al vlug heel duur wordt.

informatiebronnen, ook wat vastgoed betreft (zie ook deel 4). Uiteindelijk blijven de resultaten van een enquête natuurlijk afhankelijk van de kwaliteit van de antwoorden die de respondenten aan de interviewers geven.

Hieronder geven we een overzicht van de verschillende activa en passiva die in de HFCS aan bod komen, samen met enkele sleutelgegevens over de Belgische gezinnen om de resultaten in een algemeen kader te plaatsen⁽¹⁾. We vermelden hoeveel gezinnen een bepaald actief bezitten, dat is de participatiegraad in % van de bevolking, en voor deze participerende gezinnen de mediaanwaarde van deze actiefpost.

Volgens de resultaten van de HFCS heeft 89,8% van de gezinnen reële bezittingen. De doorsneewaarde van het reëel actief voor de gezinnen met reële bezittingen (de conditionele mediaanwaarde) bedraagt € 220 000. In de HFCS wordt voor de reële activa een onderscheid gemaakt tussen vastgoed en andere reële bezittingen. Vastgoedeigendom bestaat in de eerste plaats uit de hoofdverblijfplaats van het gezin (voor huiseigenaars) en daarnaast uit ander vastgoed, zoals tweede verblijfplaatsen, vakantiewoningen of verhuurd vastgoed. In België is 69,6% van de gezinnen eigenaar van de eigen hoofdverblijfplaats en heeft die een conditionele mediaanwaarde van € 250 000. Daarnaast bezit 16,4% van de gezinnen ander vastgoed, met een doorsneewaarde van € 174 000.

Een tweede categorie van reële activa die wordt gemeten in de HFCS, betreft voertuigen, in de eerste plaats auto's, maar bijvoorbeeld ook motorfietsen, boten, vliegtuigen en caravans. In België telt 77,2% van de inwoners een voertuig onder zijn reële bezittingen, met een conditionele mediaanwaarde van € 6 200. De HFCS peilt ook naar een reeks van waardevolle voorwerpen die kunnen behoren tot het reëel vermogen van een gezin. De enquête vraagt daarbij naar zaken als juwelen, kunst, antiek en andere collecties die waardevol kunnen zijn. In België rapporteert 15,4% van de gezinnen dergelijke bezittingen, met een doorsneewaarde van € 5 000. Een laatste belangrijke component van het reëel vermogen in de HFCS is zakelijke eigendom, met name eigen niet-beursgenoteerde bedrijven, zoals zelfstandige zaken en familiebedrijven. In België heeft 6,6% van de gezinnen een dergelijke zaak en bedraagt de conditionele mediaanwaarde van die activa € 50 000 per participerend gezin.

De financiële activa worden in de HFCS ruim opgevat, maar ze omvatten geen baar geld; 98% van de Belgische

gezinnen heeft dan ook een financieel actief. De doorsneewaarde van dat actief is € 26 500. Dat actief bestaat in de eerste plaats uit deposito's: zichtrekeningen en spaardeposito's worden in de gepubliceerde HFCS-statistieken samengeteld. In België heeft 97,7% van de gezinnen deposito's, met een conditionele mediaanwaarde van € 10 000. Beleggingsfondsen omvatten alle beleggingen in gemeenschappelijke fondsen, ongeacht de onderliggende waarden van die fondsen (aandelen, obligaties, vastgoed, ...). In België bezit 17,6% van de gezinnen dergelijke fondsen, ze beleggen er in doorsnee € 20 400 in. De obligaties en kasbons die de HFCS in aanmerking neemt, zijn individuele activa en dus niet de onderliggende waarden van gemeenschappelijke fondsen. Ze kunnen uitgegeven zijn door een staat, door een bank of door een andere onderneming. Volgens de enquête bezit 7,5% van de Belgische gezinnen dergelijke waardepapieren en hebben die een conditionele mediaanwaarde van € 30 800. Net zoals voor de obligaties maakt de HFCS een onderscheid tussen individuele aandelen en aandelen als onderliggende waarde van een gemeenschappelijk beleggingsfonds. Als aandelen gelden hier enkel deelbewijzen van beursgenoteerde ondernemingen. De waarde van deelnames in niet-beursgenoteerde (familie)bedrijven zit in de HFCS bij de eigen bedrijven als onderdeel van het reëel actief. De survey telt 14,7% van de Belgische gezinnen met aandelen, ze beleggen er in doorsnee € 5 100 in.

Wat de aanvullende pensioenen en levensverzekeringen betreft, wordt enkel de waarde van vrijwillige individuele plannen en verzekeringen meegerekend, en niet die van het wettelijk pensioen of die van aanvullende bedrijfs- of sectorplannen en -verzekeringen. Voor België wordt dus enkel de zogeheten derde pijler van het financieel actief bestudeerd. De kapitaalwaarde van wettelijke en bedrijfs- of sectorpensioenen is voor individuele gezinnen vaak zeer moeilijk, of zelfs onmogelijk in te schatten, hoewel macro-economische ramingen van deze voorzieningen wel kunnen worden gemaakt. In België beschikt 43,3% van de gezinnen over een individueel aanvullend pensioen of levensverzekering, met een conditionele mediaanwaarde van € 19 900. Hoewel ze niet afzonderlijk worden gerapporteerd en geanalyseerd, houdt de HFCS voor de berekening van het totaal financieel actief van de gezinnen ook rekening met de waarde van een reeks andere producten. Het gaat hierbij om door derden beheerde beleggingsrekeningen, opties, futures, indexcertificaten, edelmetalen, ... en tegoeden bij derden (bijvoorbeeld leningen aan familie of vrienden).

De HFCS vraagt gezinnen niet alleen naar hun bezittingen maar ook naar hun schulden. Uit de resultaten blijkt dat 44,8% van de Belgische gezinnen een krediet heeft lopen en dat de doorsnee uitstaande schuld voor die gezinnen

(1) In de komende delen worden hierover internationale vergelijkingen en structurele analyses van de verdeling in België toegelicht.

(de conditionele mediaanwaarde) € 39 300 bedraagt. De survey maakt een onderscheid tussen hypothecaire schuld en niet-hypothecaire schuld. Zo heeft 30,5 % van de Belgische gezinnen één of meer hypothecaire leningen lopen. De conditionele mediaanwaarde van de uitstaande schuld bedraagt € 69 300. De andere schulden die de HFCS in aanmerking neemt, zijn kredietlijnen en tekorten op rekeningen, uitstaande schulden op kredietkaarten en andere leningen, zoals autoleningen en consumentenkrediet. In België heeft 24,2 % van de gezinnen niet-hypothecaire schulden, met een mediaan uitstaand schuldsaldo van € 5 200.

2. Reële en financiële vermogensbestanddelen

In dit deel worden de samenstelling en de verdeling van de activa van de gezinnen geanalyseerd. We maken een onderscheid tussen reële en financiële activa, en kijken daarbij naar de verschillende componenten, welke gezinnen deze activa aanhouden en hoeveel ze waard zijn. De tabellen en grafieken geven in de eerste plaats totale resultaten weer voor België, het eurogebied en een vijftal belangrijke eurolanden: Duitsland, Spanje, Frankrijk, Italië en Nederland. Hier en daar worden ook resultaten voor alle beschikbare eurolanden gegeven. We wijzen erop dat de enquête in Ierland en Estland pas vanaf de tweede fase zal worden uitgevoerd, en dat voor die landen dus nog

geen resultaten beschikbaar zijn. Wanneer in dit artikel sprake is van het eurogebied als geheel, wordt dus steeds het eurogebied zonder deze twee landen bedoeld. Naast de internationale vergelijkingen, wordt er dieper ingegaan op de verdeling van activa in België over gezinsgroepen met een verschillend inkomen of een uiteenlopende leeftijd.

2.1 Reële activa

Zoals reeds vermeld, onderzoekt de HFCS een ruime waaier aan reële activa, niet alleen vastgoed maar ook een reeks andere mogelijke bezittingen. We bieden hier een samenvatting van het bezit en de waarde van het reëel vermogen van de gezinnen en van vijf soorten reële activa: eigen woning, ander vastgoed, voertuigen, waardevolle voorwerpen en zelfstandige zaak (bij deze laatste hoort ook het vastgoed dat deel uitmaakt van het bedrijf).

De overgrote meerderheid van de gezinnen, zowel in België (89,8 %) als in het eurogebied (91,1 %), bezit reële activa. De voornaamste post op het reëel actief is de eigen woning. In België bezit volgens de HFCS 69,6 % van de gezinnen een eigen woning, tegenover 60,1 % in het eurogebied als geheel. Het relatief hoge cijfer voor België komt overeen met andere beschikbare bronnen en illustreert de sterke voorkeur voor een eigen huis bij de Belgische gezinnen. Het huiseigenaarschap is in het

TABEL 1 PARTICIPATIE IN REËLE ACTIVA
(in % van de gezinnen, conditionele mediaanwaarde in € duizend tussen haakjes)

	Reële activa	Eigen woonst	Ander vastgoed	Voertuigen	Waardevolle voorwerpen	Zelfstandige zaak
België	89,8 (220,0)	69,6 (250,0)	16,4 (174,0)	77,2 (6,2)	15,4 (5,0)	6,6 (50,0)
Eurogebied	91,1 (144,8)	60,1 (180,3)	23,1 (103,4)	75,7 (7,0)	44,4 (3,4)	11,1 (30,0)
Duitsland	80,2 (89,2)	44,2 (168,0)	17,8 (115,0)	70,9 (7,0)	13,2 (7,2)	9,1 (19,4)
Spanje	95,3 (201,7)	82,7 (180,3)	36,2 (120,2)	77,3 (6,1)	17,2 (3,0)	14,2 (50,8)
Frankrijk	100,0 (124,1)	55,3 (193,8)	24,7 (115,9)		100,0 (4,3)	8,9 (53,1)
Italië	97,7 (176,0)	68,7 (200,0)	24,9 (100,0)	83,3 (8,0)	85,6 (2,0)	18,0 (15,0)
Nederland	89,8 (198,8)	57,1 (240,0)	6,1 (165,5)	81,3 (6,0)	15,5 (3,5)	4,8 (51,7)

Bronnen: HFCS, NBB.

algemeen relatief hoog in de zuidelijke landen van het eurogebied. In de noordelijke landen ligt de participatie lager (zie ook de als bijlage opgenomen tabel). Zo ligt de participatiegraad hoog in Spanje (82,7%) en Italië (68,7%). De participatie ligt lager in Nederland (57,1%), in Frankrijk (55,3%) en zeker in Duitsland (slechts 44,2%). Voor het doorsneegezin, in de groep van gezinnen die hun eigen woning bezitten in België, bedraagt de waarde van dat huis € 250 000 (conditionele mediaanwaarde). Dat bedrag is vergelijkbaar met dat voor Nederland (€ 240 000) en hoger dan in de andere landen en het eurogebied als geheel (€ 180 300). Hierbij is de situatie op de vastgoedmarkt, en dus het tijdstip van de enquête (2010 voor de meeste landen), van belang. Omdat het bezit en de waarde van de eigen woning het belangrijkste reëel actief uitmaakt voor de meeste gezinnen, zal hier verderop meer aandacht worden aan besteed. Naast de eigen woning bezit 15 tot 25% van de gezinnen nog ander vastgoed, met een relatief hogere participatiegraad in de zuidelijke landen van het eurogebied.

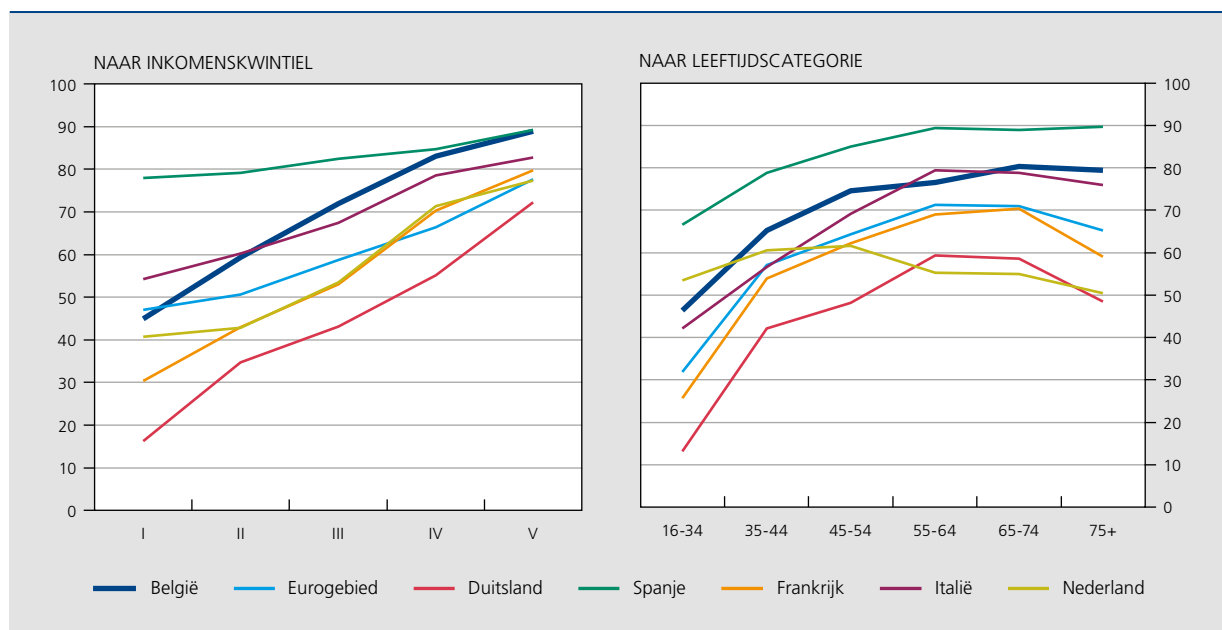
Meer dan drie kwart van de gezinnen bezit voertuigen. Het bezit van waardevolle voorwerpen verschilt nogal sterk tussen de landen; hierbij spelen culturele verschillen een rol, alsook de wijze waarop de vraag in de enquête wordt gesteld en hoe ze door de gezinnen wordt geïnterpreteerd⁽¹⁾. Wat het ondernemerschap betreft, geeft

slechts 6,6% van de Belgische gezinnen aan een zelfstandige zaak te bezitten, tegenover 11,1% in het eurogebied. De mediaanwaarde van deze actiefpost bedraagt € 50 000 in België, tegenover € 30 000 in het eurogebied als geheel, waar het dus om gemiddeld kleinere bedrijven gaat. Ook hier is de participatie gemiddeld hoger in de zuidelijke landen (14,2% in Spanje en 18% in Italië) dan in de noordelijke landen (9,1% in Duitsland, 8,9% in Frankrijk en 4,8% in Nederland).

Uit de mediaanwaarden van het reëel vermogen en van de eigen woning in het bijzonder blijkt duidelijk dat het al dan niet bezitten van de hoofdverblijfplaats van het gezin (de eigen woning) en de waarde van dat huis de belangrijkste factoren zijn in het reëel vermogen van de gezinnen. Hierna wordt dan ook dieper ingegaan op de eigenschappen van de gezinnen die vastgoed bezitten en op de waarde van dat vastgoed. Een uitsplitsing van de participatiegraad in vastgoed (eigen woning) naar inkomen en leeftijd biedt een meer gedetailleerde kijk op het huiseigenaarschap. Daartoe worden de gezinnen in elk land verdeeld in vijf inkomenskwintielen (van laag naar hoog inkomen) en zes leeftijdscategorieën (van 16 tot 34 jaar, van 35 tot 44, van 45 tot 54, van 55 tot 64, van 65 tot 74 en 75 jaar of ouder).

(1) Zo werden bijvoorbeeld in Frankrijk de voertuigen en waardevolle voorwerpen samengenomen en konden gezinnen gelijk welk reëel bezit (hoe klein ook) vermelden, met een participatiegraad van 100% als resultaat.

GRAFIEK 1 HOEVEEL GEZINNEN BEZITTEN HUN EIGEN WONING?
(in % van de gezinnen)



Bronnen: HFCS, NBB.

2.1.1 Inkomensprofiel van het huiseigenaarschap

In de HFCS wordt geïnformeerd naar bruto gezinsinkomens; die omvatten naast arbeidsinkomens ook inkomens uit overdrachten (pensioenen en uitkeringen allerhande) en inkomens uit activa (huur, renten, dividenden). De inkomensverdeling wordt uitvoeriger beschreven in deel 4.

Het hoeft niet te verbazen dat relatief meer gezinnen met een hoger inkomen hun eigen woning bezitten dan gezinnen met een lager inkomen. Het huiseigenaarschap vertoont een duidelijk stijgend inkomensprofiel. Zo bedraagt de participatiegraad van het hoogste inkomenskintiel in België 88,9 % en die van het laagste inkomenskintiel slechts 45 %. Daarmee is de laagste inkomensgroep niet vaker huiseigenaar dan die van het eurogebied als geheel (47 %), terwijl de participatiegraad voor de middelste en hogere inkomens in België wel hoger is dan gemiddeld in de rest van het eurogebied. Afgezien van de in totaal hogere graad van huiseigenaarschap in België, is het inkomensprofiel vergelijkbaar met dat van Duitsland, Frankrijk en Nederland. Het valt daarbij op dat de lage participatie in Duitsland zich voordoet bij alle inkomenskintielen. In Italië en nog meer in Spanje, waar de gemiddelde participatie relatief hoog is, ziet het inkomensprofiel van huiseigenaarschap er vlakker uit. In die landen heeft meer dan de helft van de gezinnen in het laagste inkomenskintiel een eigen huis, tot zelfs 78 % in Spanje.

2.1.2 Leeftijdprofiel van het huiseigenaarschap

De HFCS vraagt ook naar de leeftijd van de gezinsleden. Om gezinsvariabelen (zoals hier het bezit van de eigen woning) uit te splitsen naar kenmerken van individuele personen (in dit geval de leeftijd) dient een referentiepersoon van het gezin te worden aangeduid, wiens kenmerken dan voor het volledige gezin gelden. In dit artikel wordt, net als in de publicaties van het HFCN, de definitie van de zogeheten Canberra Group gebruikt. Daarbij worden de volgende sequentiële stappen toegepast om een unieke referentiepersoon voor het gezin te bepalen:

- i. gezinstype bepaald als a) een van de partners in een huwelijk of geregistreerde samenleving met kinderen ten laste, b) een van de partners in een huwelijk of geregistreerde samenleving zonder kinderen ten laste, en c) een alleenstaande ouder met kinderen ten laste;*
- ii. de persoon met het hoogste inkomen;*
- iii. de oudste persoon.*

Bij een koppel is de referentiepersoon dus degene met het hoogste inkomen en indien de inkomens gelijk zijn de oudste persoon.

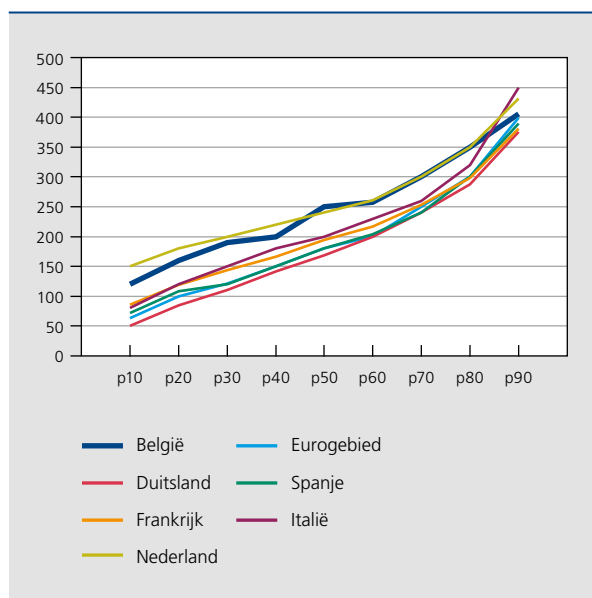
Aangezien de inkomens in het algemeen stijgen met de leeftijd, wordt het inkomensprofiel van vastgoedbezit gedeeltelijk weerspiegeld in het leeftijdsprofiel. Daarnaast spelen er echter leeftijdsspecifieke factoren, waarbij vastgoedaankopen op jonge leeftijd worden uitgesteld en waarbij de oude dag gepaard gaat met een afnemend huiseigenaarschap, onder meer door verkoop en schenkingen. De meeste landen, waaronder België, vertonen een soortgelijk leeftijdsprofiel, waarbij opnieuw de lage participatie van alle categorieën in Duitsland opvalt. Nederland springt eruit met een nagenoeg vlak leeftijdsprofiel. Jonge gezinnen zijn er in dezelfde mate huiseigenaar als oudere gezinnen. Dit hangt samen met de uitgebreide fiscale aftrekbaarheid van interestbetalingen die tot voor kort in Nederland bestond en die leidde tot een groot aantal hypothecaire kredieten met een zeer lange looptijd (tot veertig jaar en meer), waarbij relatief veel gebruik werd gemaakt van een aflossing van het kapitaal aan het einde van de looptijd. Hierdoor zijn kredieten en dus huizen bereikbaarder op een jongere leeftijd. Dit heeft vanzelfsprekend ook een impact op de schuldgraad van de gezinnen, waarover in het derde deel van dit artikel wordt gesproken.

2.1.3 De zelf ingeschatte waarde van de eigen woning

De mate waarin het vastgoed van de gezinnen, en meer bepaald hun hoofdverblijfplaats in eigendom, bijdraagt tot hun totaal vermogen, wordt uiteraard mee bepaald door de waardering van dat vastgoed. Aangezien de meeste woningen niet recent verhandeld of gebouwd zijn geweest, valt er meestal geen exacte marktprijs aan de woning toe te wijzen. Gezinnen moeten de waarde van hun woning dus inschatten volgens de prijs die ze denken te kunnen krijgen wanneer ze het goed zouden verkopen. Die inschatting zal afhangen van de situatie op de vastgoedmarkt op het moment van de enquête (2010 voor de meeste landen) en van het verloop van de vastgoedprijzen tijdens de voorafgaande jaren. Zo zijn de vastgoedprijzen sinds 2002 sterker gestegen dan het gemiddelde voor het eurogebied in België, Cyprus, Spanje, Frankrijk en Luxemburg. Daarentegen zijn de huizenprijzen in Duitsland, Nederland, Oostenrijk en Portugal in die periode slechts matig gestegen. Dit heeft gevolgen voor de waardering van het vastgoed in die landen door de gezinnen⁽¹⁾.

(1) Zie ook het vierde deel.

GRAFIEK 2 ZELF INGESCHATTE WAARDE VAN DE EIGEN WONING
(decielen, in € duizend)



Bronnen: HFCS, NBB.

Belgische gezinnen die huiseigenaar zijn, schatten de waarde van hun woning gemiddeld op € 273 100, de conditionele mediaanwaarde bedraagt € 250 000. Daarmee wordt het Belgisch vastgoed gemiddeld hoger gewaardeerd dan dat in de meeste andere landen van het eurogebied. Het gemiddelde bedraagt daar € 216 800, met een uitschieter van € 611 900 in Luxemburg en een dieptepunt van € 68 700 in Slowakije (zie ook de als bijlage opgenomen tabel). Belgische gezinswoningen worden gemiddeld ook hoger ingeschat dan bijvoorbeeld in Duitsland (€ 205 800) en Frankrijk (€ 222 200).

Wanneer we de hoofdverblijfplaatsen die gezinnen in eigendom hebben, opdelen in decielen naargelang van hun ingeschatte waarde, zien we een vrij gelijkmatige verdeling. Ter verduidelijking: een woning ter hoogte van p10 (eerste deciel) heeft een waarde die hoger is dan 10% van de woningen in het land en die lager is dan 90% van de woningen in het land; voor een woning ter hoogte van p90 is slechts 10% van de woningen in het land meer waard. Belgische en Nederlandse woningen blijken, volgens de eigen waardering van de gezinnen, over de hele distributie meer waard te zijn dan in de rest van het eurogebied. Enkel in Italië wordt het hoogste deciel van de woningen hoger ingeschat dan in België en Nederland. Afgezien van de uitschieter voor het hoogste deciel in Italië, is de verdeling in de meeste landen zeer vergelijkbaar. Er is dus vooral in de vastgoedprijzen een

algemeen niveauverschil tussen de landen waar te nemen, volgens de resultaten van de HFCS.

2.2 Financiële activa

Naast de reële bezittingen dekt de HFCS ook een ruime waaier aan financiële activa. Voor de analyse maken we daarbij een onderscheid tussen deposito's, beleggingsfondsen, obligaties en kasbons, aandelen, en individuele aanvullende pensioenplannen of levensverzekeringen.

Nagenoeg alle gezinnen bezitten deposito's⁽¹⁾. De participatie in andere financiële activa is daarentegen veeleer laag te noemen, temeer daar de economische theorie verwacht dat gezinnen hun vermogen spreiden over verschillende activavormen met verschillende risico- en rendementsprofielen. Zo blijkt de participatie in aandelen of in obligaties en kasbons, in België zowel als in de andere landen, onder 15% te liggen. In tegenstelling hiermee is de participatie in persoonlijke aanvullende pensioenen en levensverzekeringen, zijnde de derde pensioenpijler, dan weer relatief groter in alle landen.

In België houdt een doorsneegezin deposito's aan ter waarde van € 10 000. Iets minder dan 15% van de gezinnen bezit individuele aandelen van beursgenoteerde ondernemingen, met een mediaanwaarde van slechts € 5 100 per gezin. Slechts 7,5% van de gezinnen houdt obligaties of kasbons aan, met een mediaanwaarde van € 30 800. De participatie in aandelen is dus groter, maar in doorsnede voor een kleiner bedrag. Gemeenschappelijke beleggingsfondsen, die ook aandelen en/of obligaties kunnen omvatten, worden door 17,6% van de Belgische gezinnen aangehouden. Ze beleggen er in doorsnee (conditionele mediaanwaarde) € 20 400 per gezin in. Daarmee zijn die beleggingsfondsen populairder bij de Belgen dan in de rest van het eurogebied. De derde pensioenpijler vormt een belangrijkere post van het financieel actief. Dit wordt mee beïnvloed door de waarde en de (on)zekerheid van het wettelijk pensioen en van eventuele aanvullende sector- of bedrijfspensioenen. In België bezit 43,3% van de gezinnen een dergelijk financieel actief. Voor die gezinnen bedraagt de mediaanwaarde van die activa € 19 900. Dit is meer dan gemiddeld in het eurogebied. De participatie is vergelijkbaar met die in Duitsland, maar daar ligt de mediaanwaarde een stuk lager (€ 11 400). In Nederland is zowel de participatie (49,8%) als de mediaanwaarde (€ 53 200) voor die financiële activa relatief groot.

(1) Zoals gezegd zijn de deposito's in de gepubliceerde HFCS-statistieken ruim geïnterpreteerd: ze omvatten zowel de zichtrekeningen als de spaardeposito's.

TABEL 2 PARTICIPATIE IN FINANCIËLE ACTIVA
(in % van de gezinnen, conditionele mediaanwaarde in € duizend tussen haakjes)

	Financiële activa	Deposito's	Beleggingsfondsen	Obligaties en kasbons	Aandelen	Aanvullende pensioenen en levensverzekeringen
België	98,0 (26,5)	97,7 (10,0)	17,6 (20,4)	7,5 (30,8)	14,7 (5,1)	43,3 (19,9)
Eurogebied	96,8 (11,4)	96,4 (6,1)	11,4 (10,0)	5,3 (18,3)	10,1 (7,0)	33,0 (11,9)
Duitsland	99,3 (17,1)	99,0 (7,9)	16,9 (10,0)	5,2 (16,0)	10,6 (8,6)	46,5 (11,4)
Spanje	98,3 (6,0)	98,1 (3,5)	5,6 (13,9)	1,4 (19,2)	10,4 (6,1)	23,6 (7,4)
Frankrijk	99,6 (10,7)	99,6 (6,5)	10,7 (6,9)	1,7 (12,0)	14,7 (6,9)	37,5 (10,6)
Italië	92,0 (10,0)	91,8 (5,9)	6,3 (20,0)	14,6 (20,0)	4,6 (10,9)	18,0 (10,1)
Nederland	97,8 (34,7)	94,2 (10,1)	17,7 (7,1)	6,0 (15,5)	10,4 (5,6)	49,8 (53,2)

Bronnen: HFCS, NBB.

2.2.1 Inkomens- en leeftijdsprofiel van het financieel vermogen in België

In dit deel wordt de samenhang tussen inkomen en leeftijd enerzijds en financieel vermogen anderzijds nagegaan. Ondanks de lage participatie in de meeste financiële activa, zijn in de participatie toch enkele inkomens- en leeftijds patronen waar te nemen. Ook de waarde van de financiële beleggingen verschilt volgens het inkomen en de leeftijd van de gezinnen.

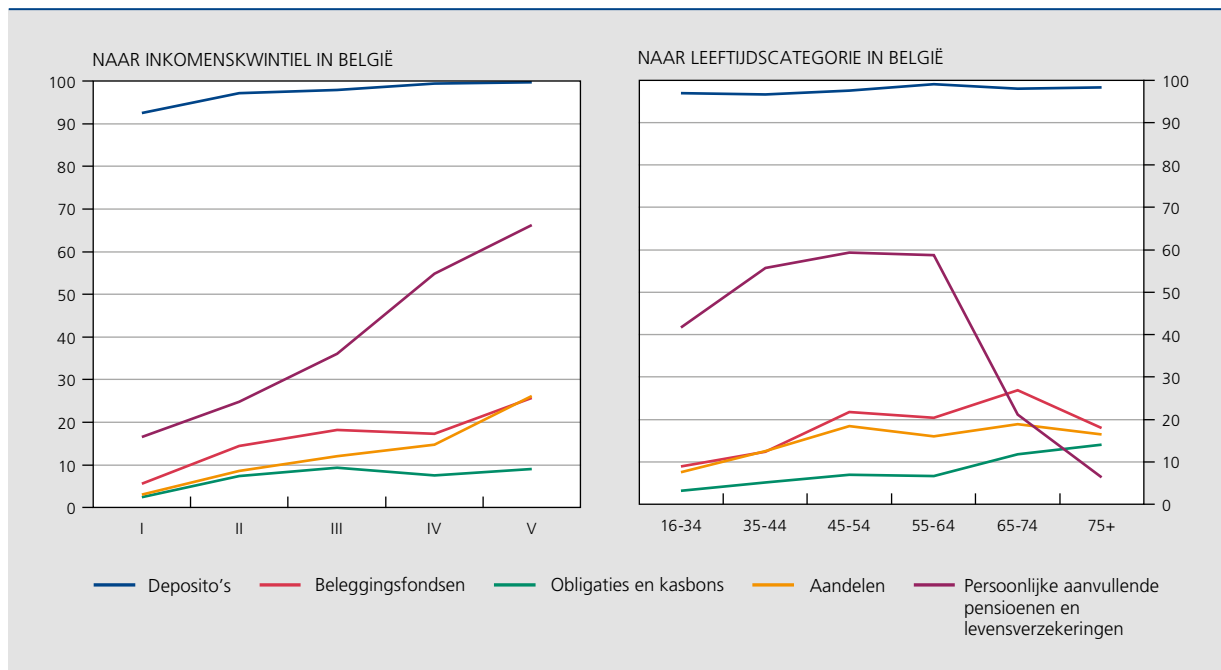
Uit het inkomensprofiel van de deelname aan financiële activa (andere dan deposito's) blijkt dat de lage participatie slechts voor de hoogste inkomens wat te relativeren valt. Enkel in het hoogste inkomenskwintiel bezitten meer dan een op vijf gezinnen beursgenoteerde aandelen of participaties in gemeenschappelijke beleggingsfondsen. Het inkomensprofiel van de participatie in de derde pensioenpijler is meer uitgesproken. Die gaat van minder dan 20% voor het laagste inkomenskwintiel tot meer dan 60% voor het hoogste kwintiel. De participatie in deposito's (inclusief zichtrekeningen) is hoog in alle inkomenskwintielen. In het algemeen is het financieel vermogen dus weinig gediversifieerd, zeker voor de gezinnen met een relatief laag inkomen. Deze 'beleggen' vooral in deposito's, terwijl de doorsneeportefeuille van gezinnen met een hoger inkomen iets meer gespreid is,

met ook middelen in aandelen, obligaties en fondsen, naast de individuele aanvullende pensioenplannen en levensverzekeringen.

Vermogen wordt opgebouwd over de leeftijd, waarbij de jongste gezinnen over minder gecumuleerd financieel vermogen beschikken, de gezinnen op arbeidsleeftijd aan vermogensopbouw doen, en de oudste gezinnen financieel vermogen afbouwen voor consumptie, ter aanvulling van het pensioen. Deze cyclus komt reeds tot uiting in het leeftijdsprofiel van de participatie in financiële activa, en dan uiteraard vooral in de deelname aan individuele aanvullende pensioenplannen. Hier past het ook om erop te wijzen dat de eerste golf van de enquête uitsluitend doorsnedegegevens bevat, waardoor nog geen analyse in de tijd kan worden gemaakt. Dit heeft tot gevolg dat de verschillen tussen leeftijdsgroepen niet alleen de neerslag zijn van een levenscyclus maar ook van cohortheffecten, waarbij bepaalde generaties specifieke gewoonten hebben in vergelijking met andere. Zo blijkt dat de oudste gezinnen het meeste participeren in obligaties en kasbons. Zij zijn relatief minder uit op meerwaarden en relatief meer op liquiditeit en een vast inkomen (rente). Deze vaststelling hoeft echter niet alleen te betekenen dat gezinnen met de leeftijd meer zijn gaan beleggen in obligaties en kasbons (levenscyclus-effect), maar kan er ook op wijzen dat die generatie deze beleggingsvorm

GRAFIEK 3 PARTICIPATIE IN FINANCIËLE ACTIVA

(in % van de gezinnen)



Bronnen: HFCS, NBB.

relatief meer apprecieert dan de daaropvolgende generaties (cohort-effect).

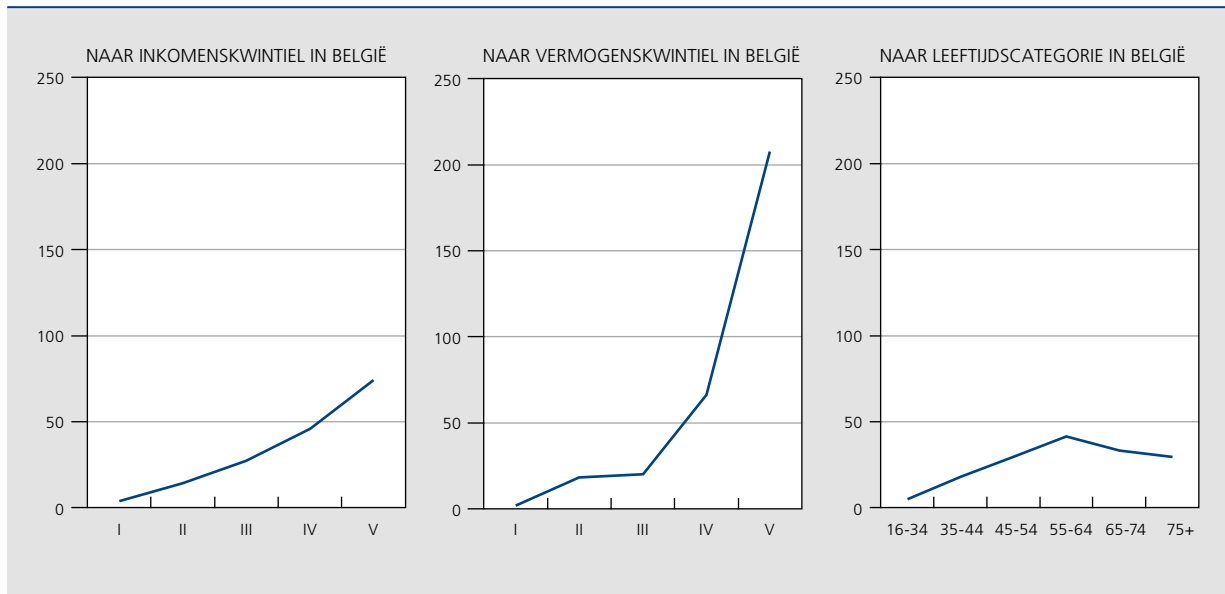
Uit de mediaanwaarde van het financieel actief blijkt dat het doorsnee Belgisch gezin een relatief groot financieel actief bezit, in vergelijking met de rest van het eurogebied (zie ook de als bijlage opgenomen tabel). De mediaanwaarde van het financieel actief bedraagt voor een Belgisch gezin € 26 500, tegenover € 11 400 in het eurogebied als geheel. Enkel in Luxemburg (€ 27 900) en in Nederland (€ 34 700) bezit het doorsneegezin een groter financieel actief. In Nederland valt dit vooral te verklaren door de individuele aanvullende pensioenen. In Luxemburg is dat te danken aan de algemene rijkdom van de gezinnen.

De vaststelling dat vooral de gezinnen uit de hogere inkomensgroepen participeren in financiële activa, vormt reeds een indicatie dat de bezittingen in deze activa nogal ongelijk verdeeld zijn onder de bevolking. Deze ongelijke verdeling wordt duidelijk wanneer we de waarde van het totale financieel actief van de gezinnen uitsplitsen naar inkomen, vermogen en leeftijd. De waarde van het financieel actief van de gezinnen in België vertoont grote verschillen naargelang van het inkomen. In het laagste inkomenskwintiel bedraagt het doorsnee financieel actief

slechts € 4 000, en dit stijgt met het inkomen tot een mediaan financieel actief van € 74 000 in het hoogste inkomenskwintiel. Omdat gespaarde inkomens cumuleren tot vermogens over de levensloop en over generaties (via nalatenschappen), is het illustratief om de waarde van het financieel vermogen niet alleen uit te splitsen naar het inkomen van de gezinnen maar ook naar hun totale nettovermogen⁽¹⁾. Dan blijkt dat het vermogensprofiel van het financieel actief veel scherper is dan het inkomensprofiel, wat een eerste indicatie geeft van de ongelijke verdeling van vermogens. Financiële activa blijken vooral geconcentreerd te zijn bij de rijkste gezinnen, met name bij het hoogste vermogenskwintiel. Dat bezit in doorsnede een financieel actief van meer dan € 200 000. Tot slot blijkt duidelijk dat het financieel actief geleidelijk wordt opgebouwd over de arbeidsleeftijd. De mediaanwaarde stijgt van € 5 100 voor de jongste gezinnen tot € 41 600 in de leeftijdscategorie van 55 tot 64 jaar. Op oudere leeftijd wordt het financieel vermogen afgebouwd, tot een mediaan van € 29 600 voor de 75-plussers.

(1) Dit is de waarde van alle activa, verminderd met alle uitstaande schulden. Zie het vierde deel van dit artikel voor een analyse van het nettovermogen van de gezinnen.

GRAFIEK 4 MEDIAANWAARDE VAN DE FINANCIËLE ACTIVA
(in € duizend)



Bronnen: HFCS, NBB.

2.2.2 Verdeling van het financieel vermogen

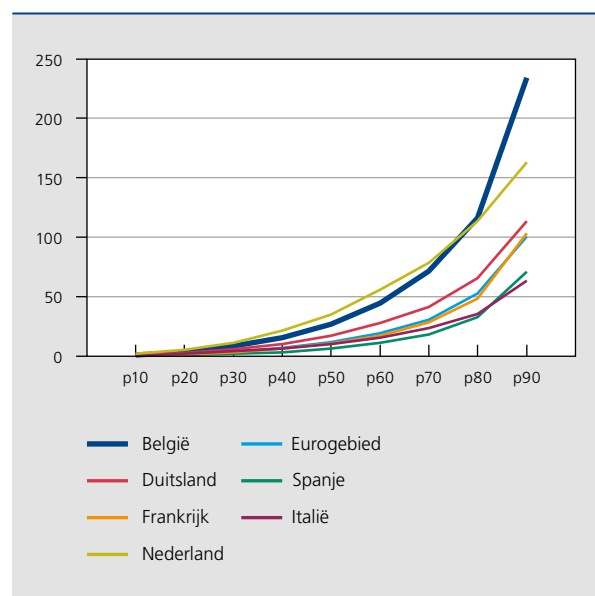
De ongelijke verdeling van het financieel vermogen blijkt reeds uit het verschil tussen het gemiddeld financieel gezinsvermogen (€ 109 400 voor België en € 44 500 voor het eurogebied als geheel) en de mediaanwaarde (€ 26 500 voor België en € 11 400 voor het eurogebied als geheel)⁽¹⁾.

We verkrijgen een meer gedetailleerd beeld wanneer we de waarde van het financieel vermogen opdelen in decielen, zoals voor de waarde van het vastgoed in het vorige deel. Zo zien we een vrij laag financieel vermogen in de laagste helft van de verdeling, waarna het financieel vermogen sterk toeneemt en vooral geconcentreerd is bij het hoogste deciel. Een gezin ter hoogte van p90 (slechts 10% van de gezinnen heeft dus een groter financieel vermogen) heeft in België een financieel actief van € 234 300, tegenover € 163 300 in Nederland, € 113 300 in Duitsland, € 103 300 in Frankrijk, € 71 000 in Spanje, en € 63 100 in Italië. In het eurogebied als geheel bedraagt de p90-waarde € 100 600. Hoewel dit veel minder is dan in België, bedraagt de verhouding tussen p90 en p50 – een maatstaf voor de ongelijkheid in de bovenste helft van de verdeling – 8,8 in zowel België als het hele eurogebied (zie ook de als bijlage opgenomen tabel).

(1) Zie ook de als bijlage opgenomen tabel.

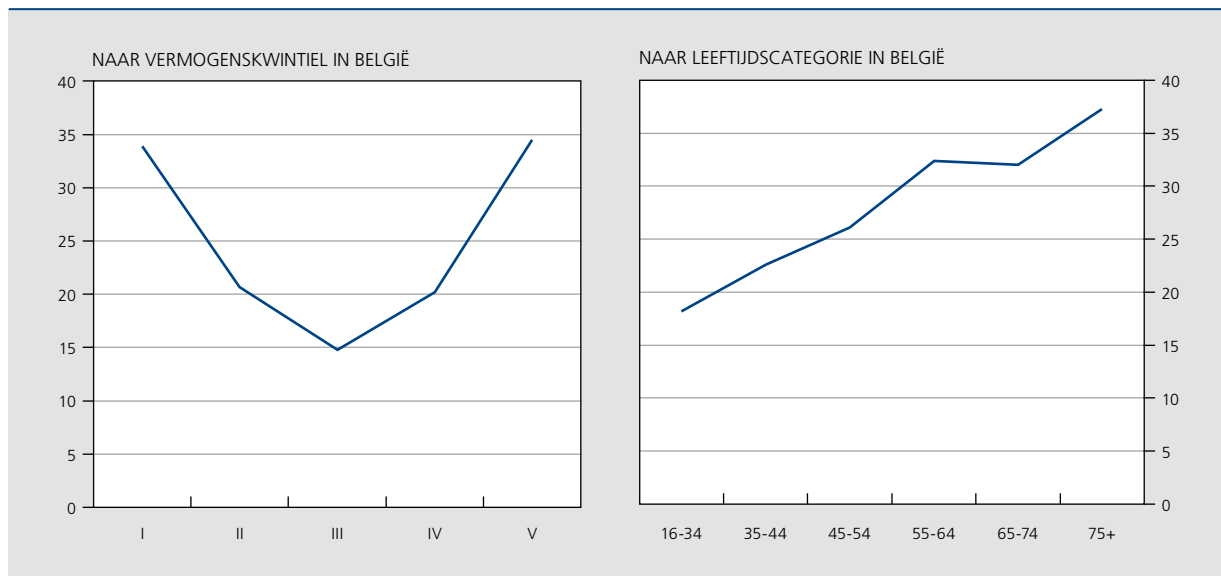
Ter afsluiting van het deel over de actiefzijde van de balans van de gezinnen wordt de samenstelling van het totaal actief onderzocht, meer bepaald het aandeel van het

GRAFIEK 5 VERDELING VAN HET FINANCIËEL VERMOGEN
(decielen, in € duizend)



Bronnen: HFCS, NBB.

GRAFIEK 6 AANDEEL VAN DE FINANCIËLE ACTIVA IN HET TOTAAL ACTIEF
(in % van het totaal actief)



Bronnen: HFCS, NBB.

financieel actief in het totaal. Volgens de resultaten van de HFCS bedraagt het financieel aandeel voor Belgische gezinnen 29,1% van het totaal actief of brutovermogen. Dit is hoger dan in alle andere landen van het eurogebied, waar dit aandeel gemiddeld 16,8% bedraagt (zie ook de als bijlage opgenomen tabel). Het gewicht van het financieel vermogen in het totaal vermogen verschilt echter volgens de omvang van het vermogen en de leeftijd van de gezinnen. Gezinnen uit het laagste vermogenskwintiel houden gemiddeld bijna 35% van hun vermogen aan in de vorm van financiële activa. Deze gezinnen beschikken over weinig of geen vastgoedwaarde. Het aandeel van het financieel vermogen daalt dan met het inkomen tot gemiddeld 15% voor het middelste inkomenskwintiel. Deze gezinnen participeren beduidend meer in vastgoed en dit vertegenwoordigt dan ook een groter aandeel in hun bezittingen. De rijkere gezinnen, uit de twee bovenste kwintielen, bouwen naast hun vastgoed ook een grotere financiële portefeuille op. Het aandeel van die financiële activa stijgt tot gemiddeld 35% voor het hoogste vermogenskwintiel, waardoor een herkenbaar U-vormig profiel naar voren komt.

3. Schulden

De HFCS behandelt zowel hypothecaire als niet-hypothecaire schuld. Gezinnen kunnen hypotheken

aangaan om de eigen verblijfplaats te verwerven of om ander vastgoed aan te kopen. De niet-hypothecaire schulden die de HFCS in aanmerking neemt, zijn kredietlijnen en tekorten op rekeningen, uitstaande schulden op kredietkaarten en andere leningen, zoals autoleningen en consumentenkrediet.

In dit deel worden de hypothecaire en de niet-hypothecaire schulden naast elkaar geplaatst, aan de hand van een allesomvattende vergelijking tussen België en de andere landen van het eurogebied en een structurele analyse van de verdeling van de schulden over de Belgische gezinnen.

De participatie van Belgische gezinnen in de kredietmarkt (44,8%) is vergelijkbaar met die in de rest van het eurogebied (43,7%). De participatie is relatief laag in Italië (25,2%). Minder dan 10% van de Italiaanse gezinnen heeft een hypothecair krediet lopen, ondanks het feit dat relatief veel gezinnen er huiseigenaar zijn (68,7%). Dit wordt gedeeltelijk verklaard door relatief grote gezinnen (met soms meerdere generaties onder één dak) en het relatief grote belang van erfenissen en intergenerationele schenkingen. Voor gezinnen die een hypothecaire lening hebben lopen, is het mediaan uitstaand bedrag (€ 65 000) vergelijkbaar met dat in België (€ 66 800) en in de rest van het eurogebied (€ 65 200). In Nederland hebben veel meer gezinnen (65,7%) kredieten lopen. Ook hier ligt het verschil vooral bij de hypothecaire kredieten. In Nederland

TABEL 3 PARTICIPATIE IN KREDIETEN
(in % van de gezinnen, conditionele mediaanwaarde in € duizend tussen haakjes)

	Kredieten	Hypothecair krediet		Niet-hypothecair krediet		
		Eigen woonst	Ander vastgoed	Kredietlijnen en tekorten	Kredietkaarten	Andere kredieten
België	44,8 (39,3)	28,5 (66,8)	3,2 (57,4)	6,2 (1,2)	6,3 (0,7)	17,9 (7,3)
Eurogebied	43,7 (21,5)	19,4 (65,2)	5,6 (56,8)	10,2 (1,5)	4,3 (0,9)	22,4 (6,1)
Duitsland	47,4 (12,6)	18,0 (67,0)	6,0 (81,6)	19,8 (1,5)	3,4 (0,5)	21,7 (4,5)
Spanje	50,0 (36,0)	26,8 (54,3)	7,3 (80,0)	0,6 (12,0)	7,3 (0,8)	27,2 (8,0)
Frankrijk	46,9 (18,4)	16,9 (60,9)	10,1 (22,4)	7,0 (0,9)	n. (n.)	28,7 (6,0)
Italië	25,2 (15,0)	9,6 (65,0)	1,6 (25,0)	3,6 (2,3)	1,4 (1,3)	15,3 (6,5)
Nederland	65,7 (89,1)	43,9 (130,0)	2,5 (102,9)	20,8 (2,1)	4,6 (1,1)	24,6 (26,4)

Bronnen: HFCS, NBB.

heeft 43,9% van de gezinnen een lening lopen voor de eigen woning, ondanks het feit dat slechts 57,1% van de gezinnen huiseigenaar is. Het doorsnee (conditionele mediaan) uitstaand bedrag voor een hypothecaire lening op de eigen woning ligt in Nederland met € 130 000 ook relatief hoog. Dit hangt samen met specifieke institutionele kenmerken van de kredietmarkt in Nederland waar veel leningen zijn aangegaan met een (soms zeer) lange looptijd (soms gespreid over meerdere generaties), en dan nog relatief vaak met aflossing van de volledige hoofdsom aan het einde van de looptijd. Nederland is ook het enige land waar meer dan een vijfde van de gezinnen tekorten heeft op rekeningen of kredietlijnen, tegenover 6,2% van de gezinnen in België. Andere kredieten, voornamelijk consumentenkrediet, worden door 15 à 30% van de gezinnen aangegaan, voor doorgaans kleinere bedragen, met opnieuw een uitzondering voor Nederland, waar het mediaan uitstaand bedrag voor dergelijke kredieten € 26 400 bedraagt.

Hieronder wordt de situatie bij de Belgische gezinnen nader onderzocht, en wordt nagegaan hoe de verschillende soorten schulden verdeeld zijn volgens het inkomensniveau en de leeftijd. Net als voor de activa wordt de impact van inkomen en leeftijd afzonderlijk bekeken, in een bivariate analyse. De kwalitatieve inkomens- en leeftijdsprofielen die hieruit blijken, worden echter ook bevestigd

in een multivariate analyse, waarbij verschillende verklarende factoren simultaan worden beschouwd⁽¹⁾.

3.1 Inkomensprofiel van de schulden van Belgische gezinnen

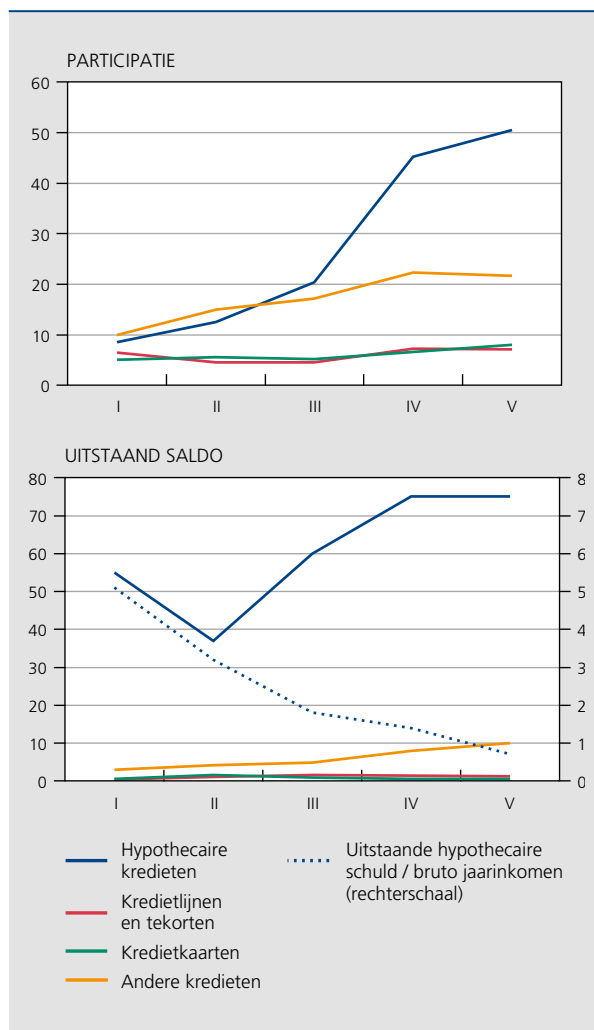
De participatie in de meeste kredietvormen vertoont een positief inkomensprofiel: gezinnen met een groter inkomen zijn meer geneigd om kredieten aan te gaan; ze zijn beter in staat om de aflossingen te dragen. Bovendien verkrijgen ze ook gemakkelijker een krediet bij de bank.

Dit profiel is heel uitgesproken voor de hypothecaire leningen: in het laagste inkomenskwaartiel heeft minder dan 10% van de gezinnen een hypothecair krediet lopen (het vastgoedbezit is er niet zo hoog), voor de gezinnen in het hoogste inkomenskwaartiel loopt dit aandeel op tot meer dan de helft (ze zijn ook veel vaker huiseigenaar). Gezinnen uit de hogere inkomenskwaartielen kunnen ook grotere leningen aan. Het uitstaande saldo van het hypothecair krediet vertoont dan ook een positief verband met het gezinsinkomen. Dit betekent daarom nog niet

(1) Zie Bover O, J.M. Cassado, S. Costa, Ph. Du Caju, Y. McCarthy, E. Sierminska, P. Tzamourani, E. Villanueva en T. Zavadil. *The Distribution of Debt Across Euro Area Countries: The Role of Individual Characteristics, Institutions and Credit Conditions*. ECB, Working Paper, forthcoming.

GRAFIEK 7 KREDIETEN VAN BELGISCHE GEZINNEN, NAAR INKOMENSKWINTIEL

(in % van de gezinnen, conditionele mediaanwaarden van de uitstaande schuld in € duizend, tenzij anders vermeld)



Bronnen: HFCS, NBB.

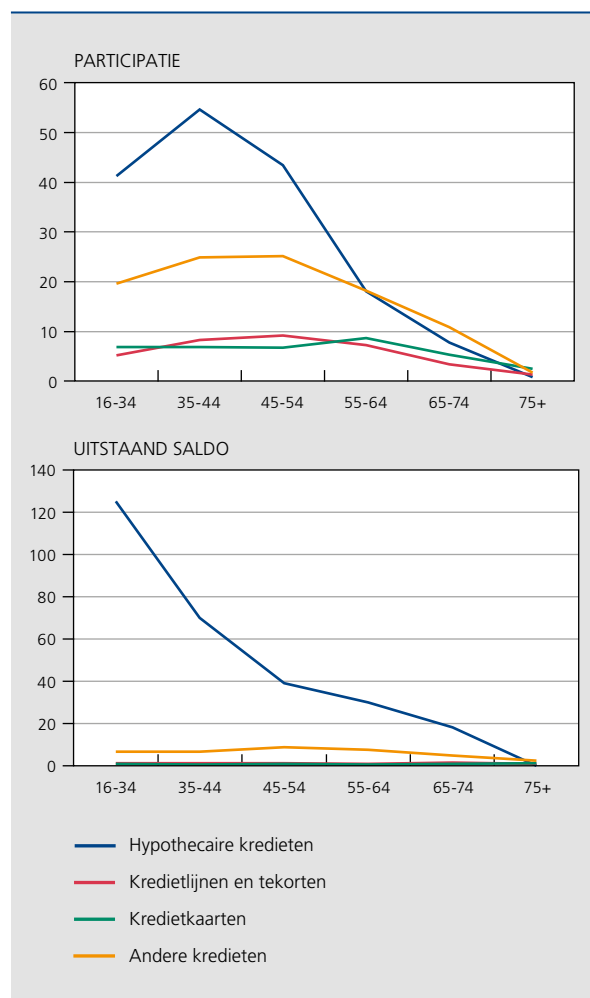
dat de schuldenlast voor die gezinnen met een hoger inkomen zwaarder weegt. De schuldenlast in relatie tot het inkomen, of de uitstaande schuld van de hypothecaire leningen gedeeld door het bruto jaarinkomen van het gezin (de zogeheten debt-to-income ratio), daalt immers duidelijk met het inkomen. De mediaan hypothecaire schuld-inkomensratio bedraagt 1,3 in België, maar voor gezinnen uit het laagste inkomenskwintiel bedraagt de mediaan van deze ratio 5. Dit betekent dat deze gezinnen in doorsnee vijf volledige bruto jaarinkomens nodig hebben om hun schuld af te lossen, wat toch een aanzienlijke schuldenlast is. Het gaat hier echter om een klein aandeel van de gezinnen in dat inkomenskwintiel (de participatiegraad is 8,5%), waaronder meestal jonge gezinnen die pas hebben geleend en die vaak uitzicht

hebben op een hoger inkomen in de toekomst. Voor gezinnen in het hoogste inkomenskwintiel bedraagt de hypothecaire schuld-inkomensratio in doorsnee minder dan een jaar.

De participatiegraad voor andere kredieten, voornamelijk autoleningen en consumentenkrediet, neemt ook enigszins toe met het inkomen, van 10% in het laagste kwintiel tot iets meer dan 20% voor de hogere inkomens. De uitstaande bedragen zijn ook iets groter voor de hogere inkomensgroepen. De participatie in de andere vormen van krediet (kredietlijnen en rekeningtekorten, en schulden op kredietkaarten) is vrij gering voor alle inkomensgroepen. De uitstaande bedragen zijn in doorsnee ook redelijk laag en vertonen geen uitgesproken inkomensprofiel.

GRAFIEK 8 KREDIETEN VAN BELGISCHE GEZINNEN, NAAR LEEFTIJDSCATEGORIE

(in % van de gezinnen, conditionele mediaanwaarden van de uitstaande schuld in € duizend)



Bronnen: HFCS, NBB.

3.2 Leeftijdsprofiel van de schulden van Belgische gezinnen

Hoewel de participatie in hypothecair krediet en de uitstaande schulden toenemen met het inkomen, nemen ze grosso modo af met de leeftijd. Terwijl ongeveer 40 % van de jongste gezinnen een hypothecair krediet heeft lopen, stijgt dit aandeel tot meer dan de helft voor de gezinnen met een referentiepersoon van 35 tot 44 jaar oud, waarna het sterk daalt tot vrijwel nihil bij de oudste gezinnen. De uitstaande schuld is in doorsnee het grootst voor de jongste gezinnen (de referentiepersoon is jonger dan 35 jaar), met een conditionele mediaanwaarde van iets meer dan € 120 000. Zij hebben pas geleend en mogen meestal een stijgend inkomen verwachten. De mediaan uitstaande hypothecaire schuld halveert reeds voor de gezinnen met een referentiepersoon van 35 tot 44 jaar oud, en zakt tot (zeer) lage waarden voor de oudste gezinnen. De rijkdom aan gegevens in de HFCS maakt het mogelijk om meer gedetailleerd onderzoek te doen naar de schuldenlast van de gezinnen in België en in het eurogebied. Meer bepaald kan worden onderzocht welke gezinnen te kampen hebben met een overmatige schuldenlast en welke factoren hiermee verband houden. Een dergelijk onderzoek is momenteel aan de gang.

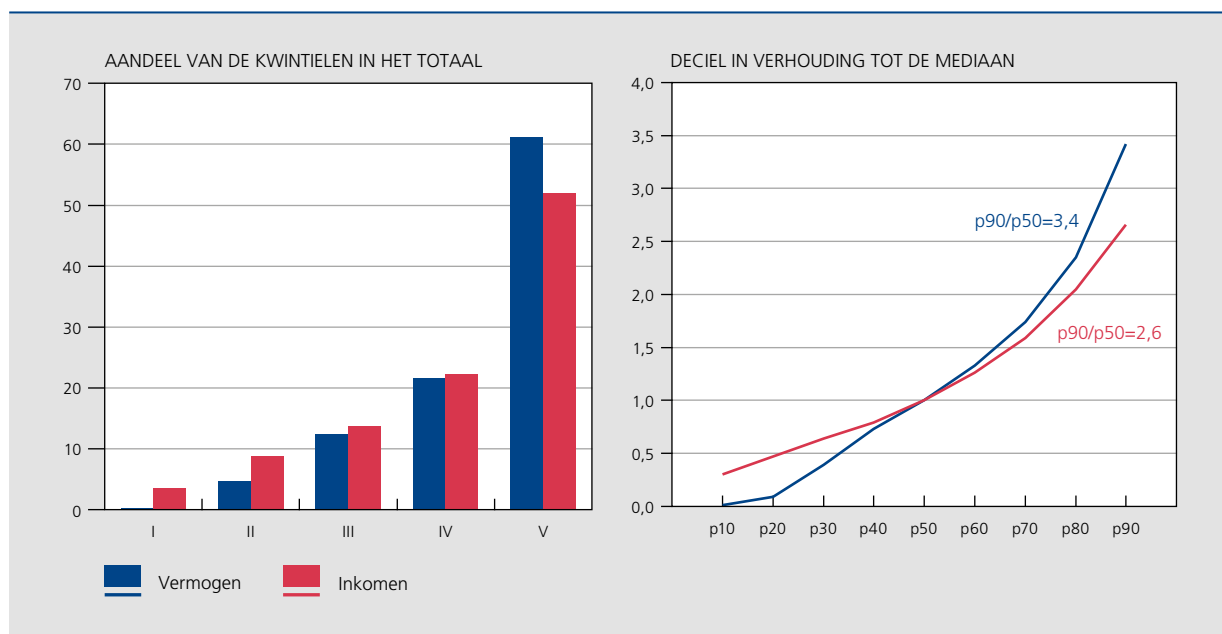
4. Het nettovermogen van de gezinnen

Na een overzicht van de verschillende activa en passiva, en van hun waardering, kan het nettovermogen van de gezinnen worden berekend. Dat is gelijk aan de waarde van alle bezittingen op het actief verminderd met alle uitstaande schulden op het passief, die door de HFCS in aanmerking worden genomen. Daarbij dient er te worden aan herinnerd dat de kapitaalwaarde van wettelijke pensioenen en van aanvullende bedrijfs- of sectorpensioenen niet in de berekening van het totale nettovermogen wordt opgenomen.

4.1 Inkomens- en vermogensverdeling in België

De HFCS verzamelt behalve gegevens over het vermogen (het hoofdonderwerp van de survey) ook informatie over het inkomen van de gezinnen (als bijkomende variabele). Vermogens zijn immers het resultaat van gecumuleerd gespaard inkomen (naast de impact van overdrachten tussen generaties en tussen sectoren, bijvoorbeeld naar de overheid via belastingen). Dit maakt het mogelijk om tegelijkertijd de verdeling van de vermogens en de inkomens over de gezinnen te bestuderen.

GRAFIEK 9 INKOMENS- EN VERMOGENSVERDELING IN BELGIË
(in % van het totaal, tenzij anders vermeld)



Bronnen: HFCS, NBB.

In België bedraagt de mediaan van het nettovermogen van de gezinnen € 206 200 voor een doorsneegezin. Het gemiddelde bedraagt € 338 600. Het gemiddelde ligt dus gevoelig hoger dan de mediaan, wat wijst op een ongelijke verdeling van de vermogens en een concentratie van hoge vermogens bij relatief weinig gezinnen. Dit geldt ook voor de inkomens, maar dan in mindere mate. De mediaan van het bruto jaarinkomen van een gezin bedraagt € 33 700 en het gemiddelde ligt op € 49 500. Dat vermogens ongelijker verdeeld zijn dan inkomens, komt verder tot uiting wanneer we de gezinnen verdelen in inkomenskwintielen en vermogenskwintielen. Dan blijkt dat het verschil tussen inkomens- en vermogensongelijkheid zich vooral onderaan en bovenaan de verdeling voordoet. Zo bezitten de 20 % meest vermogende gezinnen 61,2 % van het totale vermogen in België. Het vijfde van de gezinnen met het hoogste inkomen verdient 52 % van de totale inkomens in het land. Aan de andere kant van de verdeling bezitten de 20 % armste gezinnen slechts 0,2 % van het totale Belgische gezinsvermogen. De 20 % laagste inkomens vertegenwoordigen 3,5 % van het totale gezinsinkomen in België.

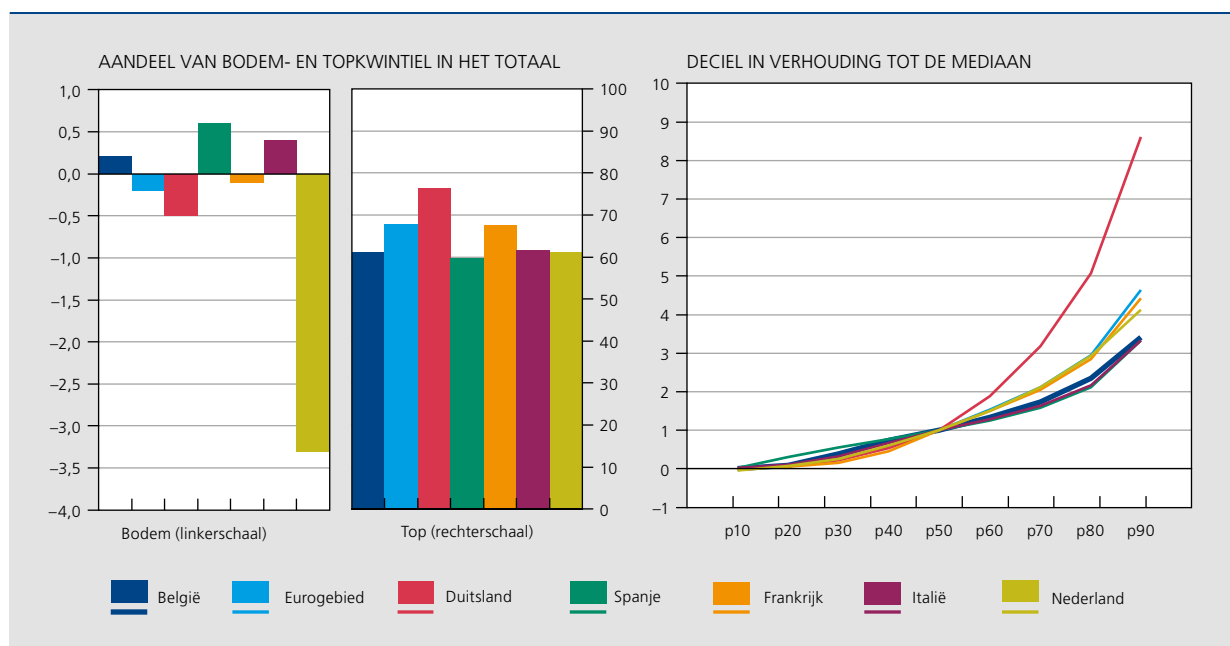
Net als voor reële en financiële activa kan het nettovermogen van de gezinnen worden opgedeeld in decielen. Wanneer de decielen (p10 tot en met p90) worden

gedeeld door de mediaan (p50) en uitgezet op een grafiek, ontstaat een beeld van de relatieve ongelijkheid van inkomens en vermogens en van de plaats in de verdeling waar de ongelijkheden zich het meeste laten gevoelen. De verhouding p90/p50 bedraagt 3,4 voor het vermogen in België. Dit betekent dat een gezin op de positie p90 (een gezin met een nettovermogen dat groter is dan 90 % van de gezinnen in het land, wat we een 'typisch' rijk of vermogend gezin zouden kunnen noemen) een nettovermogen heeft dat 3,4 keer zo groot is als dat van een doorsnee (mediaan) gezin. Deze p90/p50-ratio, die dus een idee geeft van de ongelijkheid in de bovenste helft van de verdeling, bedraagt 2,6 voor de inkomens in België.

4.2 Internationale vergelijking van de vermogensverdeling

Het nettovermogen verschilt dus sterk tussen de gezinnen onderling. Sommige gezinnen hebben (nagenoeg) geen vermogen, andere zijn zeer vermogend. Om de verdeling tussen landen samen te vatten en te vergelijken, kunnen verschillende maatstaven worden gebruikt. Zowel de mediaan als het gemiddelde zijn samenvattende statistieken van een vermogensverdeling. Beide hebben een zeker nut, maar geven slechts een zeer partieel beeld van een

GRAFIEK 10 VERMOGENSVERDELING: INTERNATIONALE VERGELIJKING
(in % van het totaal, tenzij anders vermeld)



Bronnen: HFCS, NBB.

volledige verdeling. Het gemiddelde nettovermogen is gewoon het totale vermogen gedeeld door het aantal gezinnen. Een dergelijk gemiddelde is sterk afhankelijk van outliers, observaties met uitzonderlijke waarden. Zeker in het geval van vermogensmaatstaven, waarbij een klein aandeel van de gezinnen een zeer groot vermogen kan hebben, is het gemiddelde niet altijd een veelzeggende indicator. Het mediaan nettovermogen geeft de middelste waarde in de verdeling, waarbij de helft van de gezinnen een kleiner vermogen heeft en de andere helft een groter. De mediaan geeft dus een beeld van het doorsneegezin.

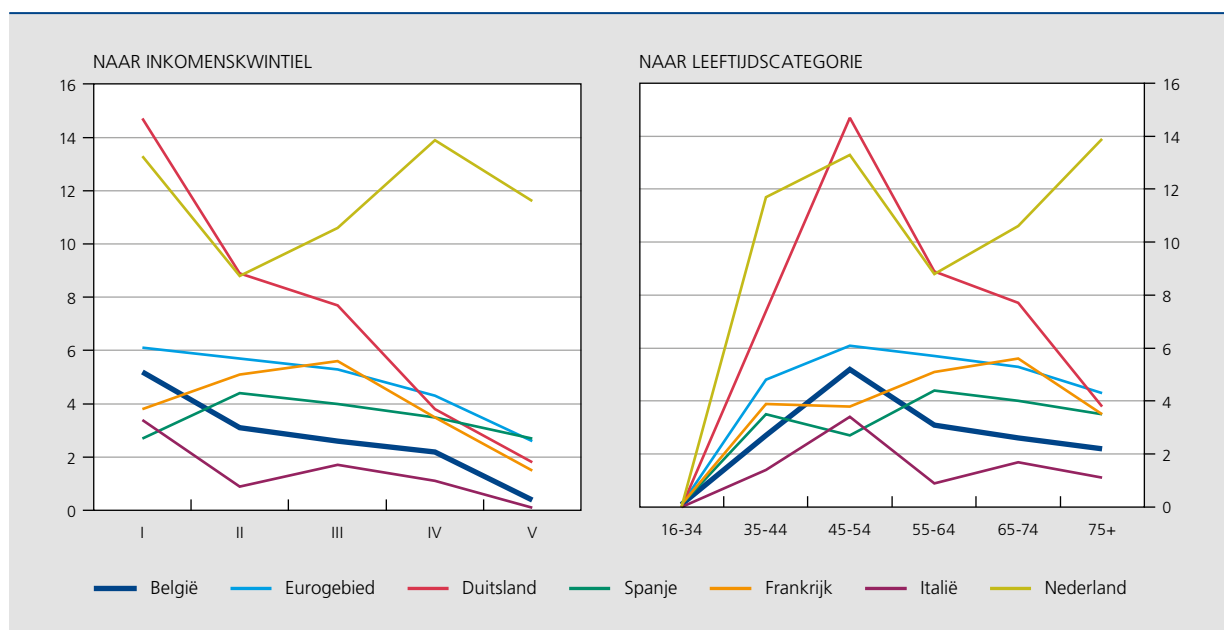
Het vermogen van de gezinnen vertoont aanzienlijke verschillen tussen de eurolanden (zie de als bijlage opgenomen tabel). Het mediaan nettovermogen van de huishoudens varieert van € 51 400 in Duitsland tot € 397 800 in Luxemburg. Het bedraagt € 109 200 in het eurogebied als geheel en € 206 200 in België. Het gemiddelde nettovermogen van de huishoudens ligt tussen € 79 700 in Slowakije en € 710 100 in Luxemburg. In het eurogebied belooft het € 230 800 en in België € 338 600. We komen later terug op de absolute verschillen in nettovermogen tussen landen.

Zoals hierboven reeds werd geïllustreerd voor de inkomens en vermogens in België, geeft de p90/p50-ratio een beeld van de ongelijkheid in de bovenste helft van de verdeling. De landen van het eurogebied verschillen

onderling ook aanzienlijk wat de verdeling van de rijkdom betreft. De p90/p50-ratio, de verhouding tussen een 'typisch' vermogend gezin en het doorsneegezin, varieert van 2,5 in Slowakije tot 8,6 in Duitsland. De ratio bedraagt 3,4 in België en 4,6 in het eurogebied als geheel.

Het is bekend dat het aandeel van het armste kwintiel in het totale gezinsvermogen van een land zeer klein is. Welnu, dat aandeel kan zelfs negatief zijn, namelijk wanneer die groep van gezinnen gemiddeld een negatief vermogen heeft (de schulden zijn groter dan de bezittingen). Dit is bijvoorbeeld zeer duidelijk het geval in Nederland en in iets mindere mate ook in Duitsland. In die landen, en dan vooral in Nederland, is er een relatief sterk ongelijke vermogensverdeling aan de onderkant van de distributie. Het is ook reeds bekend dat het rijkste kwintiel een disproportioneel groot aandeel in het totale nettovermogen van een land heeft. Dit aandeel bedraagt 61,2% in België, tegenover 67,7% in het eurogebied als geheel. In Duitsland is dit aandeel met 76,3% relatief groot. Het Duitse vermogen is dus niet alleen aan de onderkant, maar nog meer aan de bovenkant relatief ongelijker verdeeld dan in de andere landen, en zeker dan in België. Dat wordt nog duidelijker wanneer opnieuw de vermogensdecielen (p10 tot p90) worden berekend en elk deciel wordt gedeeld door de mediaan (p50). Wanneer die waarden op een grafiek worden uitgezet, blijkt duidelijk de vermogensongelijkheid aan de bovenkant van de

GRAFIEK 11 GEZINNEN MET EEN NEGATIEF NETTOVERMOGEN
(in % van de gezinnen)



Bronnen: HFCS, NBB.

distributie en de verschillen hierin tussen landen onderling. Een diepgaander onderzoek naar de verdeling van inkomens en vermogens op basis van de HFCS is aan de gang.

Het kleine aandeel van het laagste kwintiel in het totale vermogen blijkt dus voor een deel toe te schrijven aan een groep van gezinnen die meer schulden dan bezittingen en dus een negatief nettovermogen heeft. Het aandeel van de gezinnen met een negatief vermogen is niet verwaarloosbaar in Nederland (11,7%) en Duitsland (7,4%). In België gaat het om 2,7% van de gezinnen, tegenover 4,8% in het eurogebied als geheel (zie ook de als bijlage opgenomen tabel). In Duitsland behoren die gezinnen vooral tot de laagste inkomenskwintielen, terwijl in Nederland ook redelijk wat gezinnen uit de hogere inkomenskwintielen een negatief nettovermogen laten optekenen. Een situatie met hoge uitstaande bedragen van hypothecaire kredieten en een slabakkende vastgoedmarkt draagt mee bij tot een dergelijk resultaat. In de andere landen is het aandeel van gezinnen met een negatief nettovermogen geringer en vertoont dat aandeel een negatief verband met het inkomen. Het aandeel van gezinnen met een negatief nettovermogen is het grootste in de middelste leeftijds categorieën. In die groepen zijn er meer hypothecaire schulden en kan er eventueel al een waardedaling van het vastgoed geweest zijn sinds de start van de lening.

4.3 Internationale vergelijking van het nettovermogen

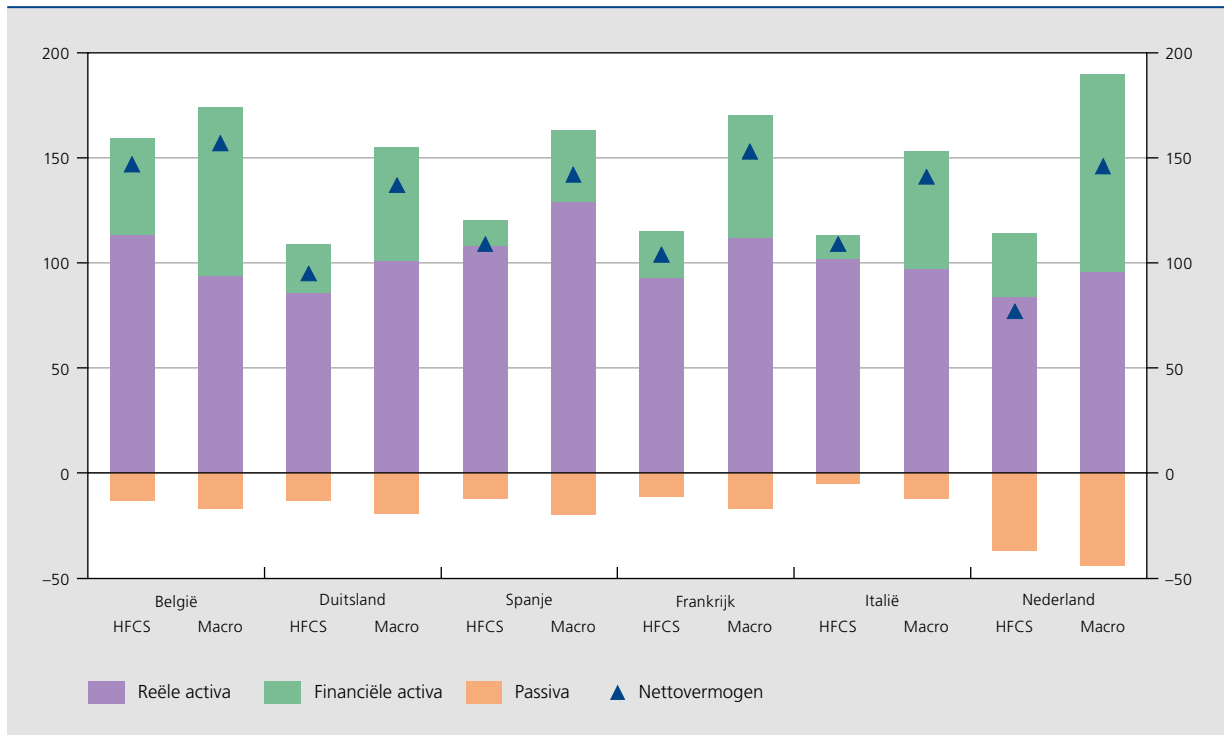
Hoewel de HFCS gebaseerd is op een gemeenschappelijke vragenlijst en er zeer veel inspanningen geleverd zijn om de resultaten vergelijkbaar te maken tussen landen, moeten internationale verschillen (en dan zeker de absolute verschillen tussen medianen of gemiddelden) voorzichtig worden geïnterpreteerd. Er zijn ongetwijfeld verschillen tussen landen inzake gezinskenmerken, institutionele factoren en macro-economische omgevingsfactoren. Zo meet de HFCS het vermogen op gezinsniveau, maar zijn er verschillen qua gezinssamenstelling (grootte van het gezin, aantal gezinsleden op arbeidsleeftijd). Daarenboven zijn er aanzienlijke verschillen wat het 'publieke' vermogen betreft, niet alleen inzake pensioenen, huisvesting (sociale woningen en andere woningen in handen van de overheid), maar ook inzake de overheidsschuld, die in principe ooit door de gezinnen moet worden afgelost via belastingen. Er kunnen ook verschillen zijn in preferenties voor reële en financiële activa. Van onmiskenbaar belang zijn ook de situatie op de vastgoedmarkt van een land, en de mate waarin (en de manier waarop) gezinnen lenen om vastgoed te verwerven. Ten slotte kan het vermogen

van een bepaalde sector, in dit geval de gezinnen, niet los worden gezien van dat van de andere sectoren (overheid en bedrijven). In dezelfde zin moet de analyse van een economie als geheel ook rekening houden met de netto externe positie van een land ten opzichte van de rest van de wereld, de zogeheten netto-investeringspositie.

Overigens moet men voorzichtig zijn om micro-economische en macro-economische benaderingen te combineren. Zo vormen belastingen een overdracht van vermogen van binnenlandse sectoren (in dit geval gezinnen) naar de overheid. De belastingdruk heeft dan een invloed op het in enquêtes gemeten gezinsvermogen, terwijl de welvaart van een land als geheel gelijk blijft. Voorts kan een deel van het gezinsvermogen worden aangehouden in de vorm van staatsobligaties. Staatsschuld in handen van gezinnen zal in de survey dan op het actief van de gezinnen komen, terwijl dit voor het totale nettovermogen van het land neutraal is. De in de HFCS gemeten welvaart van de gezinnen houdt dus geen rekening met publieke voorzieningen of schulden. Enquêtegegevens over het vermogen van de gezinnen verschaffen geen informatie over de positie van andere sectoren (bedrijven, overheid, positie tegenover het buitenland). Daarom zijn ze minder geschikt om te rapporteren over de algemene rijkdom van een land of om deze nationale rijkdom te vergelijken met die van andere landen.

Het doorsnee (mediaan) Belgisch gezin heeft in de HFCS een nettovermogen van € 206 200 (gemiddeld € 338 600). Dit is aanzienlijk meer dan een doorsneegezin in het eurogebied als geheel (€ 109 200) en meer dan in de meeste andere eurolanden. Alleen in Luxemburg, Cyprus en Malta ligt de mediaan hoger. Het is mogelijk om in de HFCS rekening te houden met de gezinsgrootte en zo vermogens per capita te berekenen. Teneinde de HFCS-resultaten te bevestigen, kunnen die berekeningen dan gedeeltelijk worden vergeleken met gegevens uit andere macro-economische bronnen (nationale rekeningen en ramingen van de NCB's over bijvoorbeeld het vastgoedvermogen) en met andere enquêtes (zoals SILC: Statistics on Income and Living Conditions, of SHARE: Survey on Health, Ageing and Retirement in Europe), in het besef dat de vergelijkbaarheid beperkt is als gevolg van verschillen inzake het begrip huishouden en de definitie van vermogen. Zo worden de verenigingen zonder winstoogmerk die diensten leveren aan de gezinnen in de gepubliceerde macro-economische statistieken doorgaans bij de huishoudsector gerekend, terwijl ze geen deel uitmaken van de HFCS. Zoals gezegd, rekent de HFCS de kapitaalwaarde van wettelijke pensioenen en aanvullende bedrijfs- of sectorpensioenen niet mee in het financieel vermogen, terwijl dit in de macro-economische statistieken, waar mogelijk, wel het geval is. In het algemeen

GRAFIEK 12 NETTOVERMOGEN PER CAPITA : INTERNATIONALE VERGELIJKING
(in € duizend)



Bronnen : HFCS, NBB.

geven enquêtes een beter beeld van reële dan van financiële activa. In vergelijking met alternatieve bronnen, blijken de HFCS-resultaten voor België aannemelijk te zijn: ze dekken 94 % van het totale nettovermogen, zoals geschat op basis van macro-economische bronnen.

Om met macro-economische bronnen te kunnen vergelijken, dienen gemiddelde waarden te worden berekend in plaats van medianen. De Belgische gezinnen hebben dan gemiddeld een nettovermogen van € 147 000 per capita in de HFCS (€ 157 000 volgens de, zoals gezegd niet helemaal vergelijkbare, macro-economische ramingen). Volgens de macro-economische ramingen in de landen waarvoor die beschikbaar zijn, vallen de internationale verschillen in vermogen per capita kleiner uit dan volgens de HFCS. Dit illustreert dat enquêteverschillen (bijvoorbeeld de mate waarin de rijkste gezinnen deelnemen aan de interviews) een rol kunnen spelen. Het toont ook aan dat enquêtes als de HFCS niet ontworpen zijn om het totale (en dus gemiddelde) vermogen van een land te meten. Ze zijn daarentegen ontworpen om de verdeling van het vermogen te analyseren en om het gedrag van individuele (groepen van) gezinnen te onderzoeken. Als dusdanig zijn ze geen substituuat voor de nationale (financiële)

rekeningen of andere macro-economische statistieken, ze zijn daarentegen een complement.

Tot de factoren waaraan de verschillen tussen de landen inzake nettovermogen van de gezinnen kunnen worden toegeschreven, behoren in de eerste plaats enquêtekenmerken. De HFCS is zoveel mogelijk geharmoniseerd, maar verschillen zijn altijd mogelijk, bijvoorbeeld voor de staaltrekking en de representativiteit, en in het bijzonder voor de graad van deelname van de rijkste gezinnen in een land. Daarnaast speelt ook de gezinssamenstelling een niet te verwaarlozen rol. Grotere gezinnen, en dan voornamelijk gezinnen met meer personen op arbeidsleeftijd, accumuleren meer (vastgoed)vermogen dan kleinere gezinnen. In de Zuid-Europese landen zijn de gezinnen gemiddeld groter en omvatten ze gemiddeld meer volwassenen. Voorts blijken er aanzienlijke verschillen in huiseigenaarschap te bestaan. Dit is in het algemeen lager in de noordelijke landen en dan vooral in Duitsland. Een specifieke en uitgebreide analyse is nodig om de verschillen te duiden, maar gedeeltelijke verklaringen zijn de gezinsstructuur (grotere gezinnen, met soms meerdere generaties, in het zuiden), het aanbod van publiek vastgoed met onder meer sociale woningen,

kredietmarkten en de fiscale behandeling van vastgoed en leningen. Bovendien speelt ook het verloop van de woningprijzen een rol. Vastgoed is immers de belangrijkste vermogenscomponent van gezinnen, die de waarde van de woning zelf hebben ingeschat. Die waarde is dus afhankelijk van de plaatselijke situatie op de vastgoedmarkt op het ogenblik van het interview en in de daaraan voorafgaande periode. Het huiseigenaarschap wordt ook mee beïnvloed door de kredietmarkt in het land. Met name de fiscale behandelingen van (hypothecaire) leningen en van interestaflossingen spelen hierbij een rol. Aangezien vermogen het resultaat is van gecumuleerd gespaard inkomen en van accumulatie over generaties heen, verklaren verschillen in gezinsinkomen en het belang van nalatenschappen ook voor een deel verschillen in vermogen. Tot slot kan het vermogen van de gezinnen niet los worden gezien van het vermogen van andere sectoren, met name van de overheid en de bedrijven. Naast het loonaandeel in de economie zijn ook de (sociale) publieke huisvesting, de fiscaliteit, (de geloofwaardigheid van) de sociale zekerheid en de wettelijke pensioenen, alsook de omvang van de overheidsschuld hier relevante elementen.

Een combinatie van diverse factoren is nodig om de verschillen in gezinsvermogen tussen landen te verklaren. Er is een complexe wisselwerking tussen vele factoren en de eerste analyses beschouwen een aantal factoren enkel afzonderlijk. Er is dan ook meer (multivariaat) onderzoek nodig en dat wordt momenteel in het HFCN verricht. Dit geldt ook voor de inkomens- en vermogensverdeling. De informatie in de HFCS maakt het mogelijk om deze tegelijkertijd te bestuderen, en correlerende factoren in aanmerking te nemen. Een dergelijk onderzoek is aan de gang.

Besluit

In dit artikel worden de structuur en de verdeling van het gezinsvermogen onderzocht aan de hand van de eerste resultaten van de Household Finance and Consumption Survey (HFCS). Reële en financiële activa worden samen met schulden beschreven, wat resulteert in een analyse van het nettovermogen van de gezinnen.

De HFCS blijkt een rijke statistische bron te zijn met heel wat nieuwe informatie over de gezinsfinanciën in ruime

zin. De gegevens zijn nuttig voor beleidsanalyse en wetenschappelijk onderzoek. De eerste vaststellingen zijn als volgt samen te vatten.

De statistische gegevens van de HFCS blijken in het algemeen, en zeker voor België, betrouwbaar te zijn. De micro-economische statistieken van de HFCS zijn vooral geschikt voor structurele analyses, bijvoorbeeld van de samenstelling en de verdeling van het vermogen. Macroeconomische gegevens blijven aangewezen voor algemene analyses. In die zin zijn de HFCS en de financiële rekeningen dus complementair aan elkaar, ze zijn geen substituten voor elkaar.

Wat de activa van de gezinnen betreft, zijn er grote internationale verschillen merkbaar in het bezit van de eigen woning. In België bezitten zeven op de tien gezinnen een eigen huis (zes op tien in het eurogebied). Er is een lage participatie in de meeste financiële activa (andere dan deposito's), behalve voor de rijkste gezinnen. Enkel in het hoogste inkomenskwintiel bezitten meer dan één op vijf Belgische gezinnen beursgenoteerde aandelen of participaties in gemeenschappelijke beleggingsfondsen. Het inkomensprofiel van de participatie in de derde pensioenpijler is meer uitgesproken. Die gaat in België van minder dan 20 % voor het laagste inkomenskwintiel tot meer dan 60 % voor het hoogste kwintiel.

Voor de schulden wordt een relatief laag aandeel van gezinnen met schuld in het eurogebied opgetekend, maar opnieuw blijken er grote internationale verschillen te zijn. Gezinnen met schuld hebben echter soms een aanzienlijke schuldenlast. In België heeft minder dan de helft van de gezinnen schulden. Drie op tien Belgische gezinnen hebben een hypothecair krediet lopen. Het uitstaand saldo van dit krediet bedraagt in doorsnede (conditionele mediaanwaarde) vijf keer het bruto jaarinkomen van een gezin in het laagste inkomenskwintiel. Voor gezinnen in het hoogste inkomenskwintiel bedraagt deze hypothecaire schuld-inkomensratio minder dan een jaar.

Alle bezittingen en schulden in aanmerking genomen, wordt het hoge vermogen van de Belgische gezinnen in internationaal perspectief bevestigd. Het nettovermogen blijkt ongelijker verdeeld te zijn dan het inkomen. Ook hier stellen we aanzienlijke verschillen tussen landen van het eurogebied vast. Reële activa en hypothecaire schulden spelen hierbij een belangrijke rol.

Bibliografie

Bover O, J.M. Cassado, S. Costa, Ph. Du Caju, Y. McCarthy, E. Sierminska, P. Tzamourani, E. Villanueva en T. Zavadil (te verschijnen), *The Distribution of Debt Across Euro Area Countries: The Role of Individual Characteristics, Institutions and Credit Conditions*, ECB, Working Paper.

Du Caju Ph. (2012), 'Activavorming door de gezinnen tijdens de financiële crisis', NBB, *Economisch Tijdschrift*, 91-105, juni.

Eurosystem Household Finance and Consumption Network (2013), *The Eurosystem Finance and Consumption Survey: Methodological Report for the First Wave*, ECB, Statistics Paper Series 1, April.

Eurosystem Household Finance and Consumption Network (2013), *The Eurosystem Finance and Consumption Survey: Results from the First Wave*, ECB, Statistics Paper Series 2, April.

Eurosystem Household Finance and Consumption Network (2013), *The Eurosystem Finance and Consumption Survey: Statistical Tables*, ECB, Statistics Paper Series, April.

Poulet Gh. (2013), 'Het onroerend vermogen per institutionele sector', NBB, *Economisch Tijdschrift*, 85-100, juni.

Meer informatie over het HFCN en de HFCS is te vinden op de website van de Europese Centrale Bank : http://www.ecb.int/home/html/researcher_hfcn.en.html.

Bijlage

UIT DE HFCS GESELECTEERDE INDICATOREN

(in € duizend, tenzij anders vermeld)

	Eurogebied	BE	DE	EL	ES	FR	IT	CY
Reële activa								
Huiseigenaarschap (in % van de gezinnen) ...	60,1	69,6	44,2	72,4	82,7	55,3	68,7	76,5
Gemiddelde waarde van de eigen woonst ...	216,8	273,1	205,8	123,4	211,1	222,2	254,0	317,5
Financiële activa								
Mediaan	11,4	26,5	17,1	4,4	6,0	10,7	10,0	22,1
Gemiddelde	44,5	109,4	47,4	14,9	34,1	50,2	31,2	68,7
p90/p50 ratio	8,8	8,8	6,6	8,2	11,8	9,7	6,3	6,5
Aandeel in het totaal actief (in %)	16,8	29,1	21,2	7,0	10,3	19,3	10,0	8,1
Nettovermogen								
Mediaan	109,2	206,2	51,4	101,9	182,7	115,8	173,5	266,9
Gemiddelde	230,8	338,6	195,2	147,8	291,4	233,4	275,2	670,9
p90/p50 ratio	4,6	3,4	8,6	3,3	3,3	4,4	3,3	5,5
Gezinnen met een negatief nettovermogen (in % van de gezinnen)	4,8	2,7	7,4	2,6	3,5	3,9	1,4	2,8
	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
Reële activa								
Huiseigenaarschap (in % van de gezinnen) ...	67,1	77,7	57,1	47,7	71,5	81,8	89,9	67,8
Gemiddelde waarde van de eigen woonst ...	611,9	214,9	270,6	258,1	113,8	126,5	68,7	159,5
Financiële activa								
Mediaan	27,9	26,2	34,7	13,5	4,3	1,7	2,5	7,4
Gemiddelde	89,9	52,3	68,4	46,9	22,5	9,2	7,5	29,6
p90/p50 ratio	7,3	4,7	4,7	7,7	13,4	14,2	7,7	9,0
Aandeel in het totaal actief (in %)	11,2	13,4	26,6	16,9	12,5	5,6	8,3	15,0
Nettovermogen								
Mediaan	397,8	215,9	103,6	76,4	75,2	100,7	61,2	85,8
Gemiddelde	710,1	366,0	170,2	265,0	152,9	148,7	79,7	161,5
p90/p50 ratio	3,5	3,2	4,1	7,1	4,0	3,1	2,5	4,6
Gezinnen met een negatief nettovermogen (in % van de gezinnen)	3,8	0,8	11,7	5,3	2,6	2,0	1,2	10,6

Bronnen: HFCS, NBB.

Oorzaken en implicaties van een lage risicoloze rente

J. Boeckx
N. Cordemans
M. Dossche (*)

Inleiding

De risicoloze rente, dat is de rente die wordt toegepast op activa met een minimaal kredietrisico, is tijdens de afgelopen jaren in de meeste geavanceerde economieën tot een historisch laag peil gezakt. Deze rente heeft echter een heel specifieke betekenis, in de zin dat ze de basis vormt voor de bepaling van de andere rentes en bijgevolg de financieringsvoorwaarden in de economie als geheel beïnvloedt. In dit artikel wordt ingegaan op de oorzaken en de implicaties van een economische omgeving die wordt gekenmerkt door een zeer lage risicoloze rente; de focus wordt daarbij gelegd op de langetermijnrente.

Het eerste hoofdstuk biedt, vanuit een historisch perspectief, een overzicht van het huidig niveau van de risicoloze rentes. In het tweede hoofdstuk wordt een analytisch kader van de determinanten van de rente voorgesteld. Aan de hand van dit kader worden in het derde hoofdstuk de belangrijkste factoren achter het verloop van de risicoloze rentes in de Verenigde Staten en in het eurogebied sedert 1990 bestudeerd. Het vierde hoofdstuk beschrijft de manier waarop een accommoderende monetairbeleidsoriëntatie bijdraagt tot de macro-economische stabiliteit en bijgevolg tot de prijsstabiliteit, maar ook de daarmee gepaard gaande risico's inzake financiële stabiliteit. Het vijfde hoofdstuk illustreert meer specifiek de problemen die de lage rentestand over een lange periode kan

meebrengen voor de verzekeringssector en de pensioenfondsen, alsook de risico's in verband met een abrupte stijging van de rentes.

1. Het rentepeil: een historisch perspectief

Hoewel in werkelijkheid risicoloze activa enkel in theorie bestaan, worden in de praktijk de overheidsobligaties van hoge kwaliteit als dusdanig bestempeld⁽¹⁾ omdat de waarschijnlijkheid dat de overheid in gebreke blijft, als zeer gering wordt beschouwd. Dit komt meer bepaald doordat een staat – in tegenstelling tot een onderneming – belastingen kan heffen om zijn schulden terug te betalen. Hoewel deze praktijk vandaag de dag in de geavanceerde economieën grotendeels verboden of veroordeeld wordt, kan een staat die leent in een valuta waarvoor hij over het emissierecht beschikt, bovendien steeds gebruik maken van de 'geldpers' teneinde niet in gebreke te blijven. Hier wordt de risicoloze lange rente beschouwd van de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk, Duitsland en Frankrijk aangezien de statistische gegevens voor deze landen over een lange periode beschikbaar zijn. De voorgestelde reeksen bestaan uit verschillende rentes, meestal overheidsrentes, die zodanig zijn samengesteld dat er voor elk land een synthetische reeks van risicoloze financieringskosten op lange termijn tot stand komt. Dankzij de vroegtijdige ontwikkeling van de markten voor vastrentende instrumenten in de Verenigde Staten en in het Verenigd Koninkrijk kon voor deze landen worden teruggegaan tot het jaar 1800. De Franse en de Duitse reeksen starten respectievelijk in 1901 en 1956.

(*) De auteurs danken M. Barba, D. Hendrickx en T. Schepens voor hun opmerkingen bij dit artikel.

(1) Andere rentes die als risicoloos kunnen worden beschouwd, zijn bijvoorbeeld de rentes op de gewaarborgde interbancaire markt of de swaprentes op lange termijn.

1.1 Nominale rente

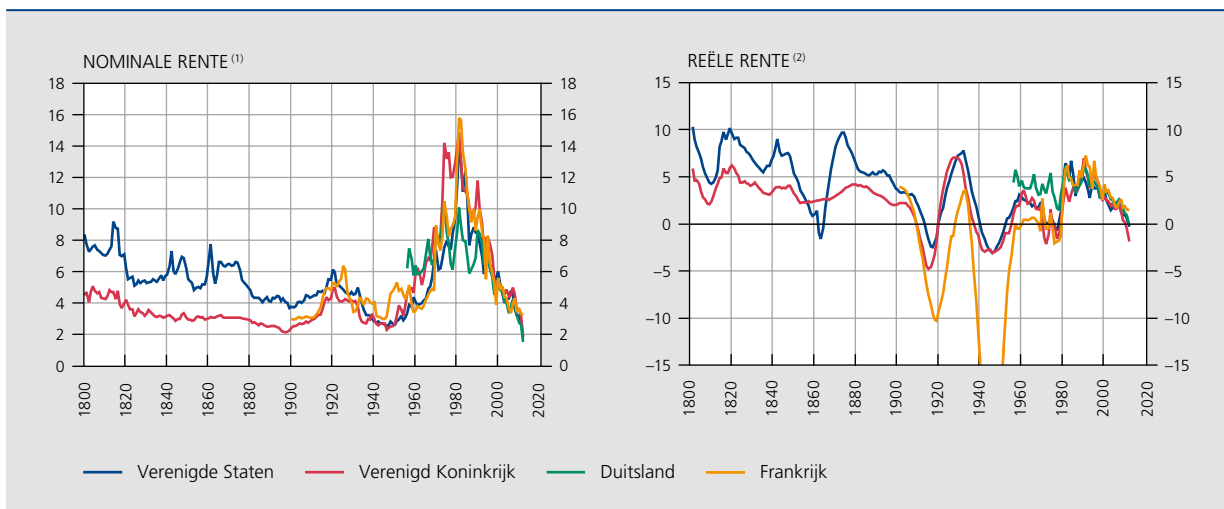
De nominale rente op lange termijn bleef tussen het begin van de 19de eeuw en de vooravond van de Eerste Wereldoorlog algemeen beschouwd stabiel en gematigd. Dat was heel in het bijzonder het geval voor het Verenigd Koninkrijk, op dat ogenblik de eerste economische wereldmacht en het land met de sterkst ontwikkelde financiële markten. Het was een periode met overwegend metalengeldstelsels: het bimetallisme, meer bepaald gebaseerd op de converteerbaarheid van papiergeld in goud of zilver tot het einde van de 19de eeuw en, vervolgens, de gouden standaard. Deze stelsels zorgden ervoor dat het prijsniveau op lange termijn zeer stabiel bleef, hoewel er zich op korte termijn grote schommelingen voordeden, afhankelijk van het verloop van de beschikbare hoeveelheid edelmetaal en van de economische bedrijvigheid. In deze context, die werd gekenmerkt door de afwezigheid van een prijstendens, volgde de nominale rente in hoge mate het verloop van het prijsniveau. In zijn *Treatise on Money* noemde Keynes dit verschijnsel de 'paradox van Gibson', genoemd naar A.H. Gibson, een statisticus die in de jaren twintig verschillende artikelen publiceerde waarin hij het bestaan bevestigde van een nauwe band tussen het prijsniveau en de rente (Gardes en Lévy, 1994). Deze paradox, zoals hij vandaag wordt beschouwd, is het resultaat van een onverenigbaarheid tussen de vaststellingen en de voorschriften van de monetairtheorie met betrekking tot de aard van de variabelen die een rol spelen in de rente-prijsverhouding: de Fisher-vergelijking stelt immers dat de nominale rente positief

gecorrleerd is aan het verwachte inflatiecijfer en niet aan het algemene prijsniveau.

Toen de gouden standaard aan het begin van de 20ste eeuw in verscheidene landen werd opgegeven, schommelde de nominale rente veel sterker dan in de voorgaande eeuw; dit verloop spoorde met de meer uitgesproken tendensen van het prijsniveau en de inflatie. Afgezien van de conjunctuurcycli kunnen in de loop van de 20ste eeuw vier grote tendensen worden onderscheiden. Een eerste opwaartse tendens van 1900 tot in de jaren twintig, een relatief welvarende periode waarin de grondstoffenprijzen stegen, maar waarin ook de Eerste Wereldoorlog plaatsvond die een hoge inflatie met zich bracht; een neerwaartse tendens vanaf het einde van de jaren twintig tot het einde van de jaren veertig, een periode die werd gekenmerkt door de Grote Depressie, deflatie en de Tweede Wereldoorlog; een opwaartse tendens vanaf het einde van de jaren veertig tot het begin van de jaren tachtig, met zware aanbodschokken en een inflatoire spiraal en, ten slotte, een neerwaartse tendens van het begin van de jaren tachtig tot op heden, een periode die het stempel draagt van de Great Moderation die te maken heeft met, onder meer, het mandaat van de centrale banken om de prijsstabiliteit te vrijwaren alsook van, meer recentelijk, de in 2007 begonnen economische en financiële crisis.

Het is interessant om een parallel te trekken tussen het vigerend monetair stelsel, de inflatie en het verloop van de nominale rente. Gedurende het bimetallisme en het stelsel van de gouden standaard, beide gekenmerkt door een

GRAFIEK 1 DE RISICOLOZE RENTE OP LANGE TERMIJN (1800-2012)



Bronnen: Homer en Sylla (1991), Datastream, <http://www.France-inflation.com> en <http://www.measuringworth.com>

(1) Meestal een rente op een overheidsobligatie.

(2) Verschil tussen de nominale rente en de trendmatige inflatie gemeten aan de hand van een Hodrick-Prescott-filter.

geringe variatie van de prijzen op lange termijn, bleef de rente relatief stabiel. Tijdens de periode van hoge inflatie in de jaren zeventig en aan het begin van de jaren tachtig, daarentegen, klom de rente naar ongekende hoogtes, terwijl de overgang op een op prijsstabiliteit gericht monetair beleid voor de afgelopen dertig jaar het begin betekende van een neerwaartse rentetendens.

1.2 Reële rente

Meer dan de nominale rente wordt de reële rente algemeen beschouwd als zijnde bepalend voor de beslissingen inzake consumptie, besparingen of investeringen; ze is dus in zekere zin relevanter dan de nominale rente. Het passende concept is meer bepaald de ex ante reële rente, dat is de nominale rente waarvan de inflatieverwachtingen zijn afgetrokken. Door het gebrek aan historische gegevens over de verwachte inflatie zien we ons, om de reële rente te berekenen, evenwel verplicht gebruik te maken van de inflatietendensen die worden geraamd aan de hand van een Hodrick-Prescott-filter, die de conjunctuurgebonden inflatieschommelingen beperkt.

Historisch beschouwd, heeft de reële rente niet noodzakelijkerwijs hetzelfde verloop gevolgd als de nominale rente. In combinatie met de zeer stabiele nominale rente verklaart het feit dat er voor de inflatie geen sterk uitgesproken cycli werden opgetekend waarom de reële rente in de 19de eeuw relatief stabiel bleef. Tijdens de periodes waarin de metalengeldstelsels werden opgeschort, bijvoorbeeld tijdens de Amerikaanse Burgeroorlog van 1861 tot 1865 en aan het begin van de 20ste eeuw, bleek de inflatie op lange termijn daarentegen variabel en de reële rente volatieler. Algemeen beschouwd, nam de inflatie tijdens de oorlogsperiodes sterker toe en was de reële rente duidelijk negatief. Dat geldt eveneens voor de jaren van sterke inflatie aan het einde van de jaren zeventig. Aan het begin van de jaren tachtig getuigde de hoge reële rente daarentegen van de vastberadenheid van de centrale banken om de prijsstabiliteit te herstellen en weerspiegelden ze de door de investeerders gevorderde compensaties voor de onzekerheid rond de inflatievooruitzichten, na de hoge niveaus van de jaren zeventig. Doordat de centrale banken in de loop van de jaren negentig specifiek op prijsstabiliteit gerichte mandaten toegewezen kregen en de eerste resultaten van de inflatiebestrijding zichtbaar werden, liep de reële rente fors terug, parallel met de daling van de nominale rente. Tijdens de recente periode is de reële langetermijnrente in de geavanceerde economieën gezakt tot – voor vreedstijd – historisch lage niveaus. In de hieronder volgende hoofdstukken wordt nader ingegaan op de factoren die aan dit verschijnsel ten grondslag liggen alsook op de eruit voortvloeiende implicaties.

2. Analytisch kader van de rentedeterminanten

Om de rentedeterminanten te bestuderen, is het nuttig te refereren aan een theoretisch analysekader. Daartoe wordt hier gebruik gemaakt van het algemeen gangbare model van de rentetermijnstructuur, dat berust op de theorie van de renteverwachtingen en dat de relaties beschrijft tussen de rentes van verschillende looptijden. Er wordt overigens een methode voorgesteld om het verband te analyseren tussen het monetair beleid en de rentes in de economie. Dankzij deze elementen kunnen in het derde hoofdstuk de factoren worden bestudeerd die er mede voor zorgen dat de rente in het eurogebied en in de Verenigde Staten momenteel zo laag is.

2.1 Theorie van de renteverwachtingen

Volgens de theorie van de renteverwachtingen, en indien er geen onzekerheid bestaat over de toekomstige rente, hoort het rendement van een effect op lange termijn equivalent te zijn met het verwachte gemiddelde rendement van een reeks investeringen op kortere termijn. Mocht dat niet het geval zijn, dan zouden de investeerders mogelijkheden tot arbitrage hebben, een situatie die onhoudbaar zou zijn. Het is evenwel onrealistisch te veronderstellen dat de investeerders perfect op de hoogte zijn van de toekomstige rente. Rekening houdend met het feit dat er onzekerheid bestaat, kan het rendement van een effect op lange termijn aldus worden beschouwd als zijnde de som van het verwachte gemiddelde rendement van een reeks investeringen op kortere termijn en een termijnpremie. Deze laatste biedt een compensatie voor de onzekerheid omtrent het toekomstig verloop van de nominale rente tijdens de duur van de belegging en voor het risico van kapitaalverlies dat ermee gepaard gaat.

De in de nominale rente vervatte termijnpremie hangt af van de grootte van het risico, die op haar beurt afhankelijk is van de onzekerheid over de inflatie en de toekomstige reële rente, maar ook van de prijs van het risico die wordt bepaald door de graad van risicoaversie van de investeerders. Omdat de onzekerheid a priori toeneemt met de resterende looptijd van een obligatie, wordt de termijnpremie gewoonlijk beschouwd als zijnde positief gecorreleerd met die looptijd, een element dat geregeld wordt aangewend ter verklaring van het feit dat de rendementen van langlopende effecten, gemiddeld beschouwd, hoger liggen dan die van kortlopende effecten.

Een van de factoren die verband houden met de graad van risicoaversie van de investeerders en die een rol kunnen spelen in de termijnpremie, is bijvoorbeeld het belang

van het liquiditeitscriterium van de activa of de expliciete vraag naar risicoloze activa op lange termijn. Tegen de achtergrond van de economische en financiële crisis van 2008-09 en van de daaropvolgende crisis van de overheidsschuld, betekent de soms aanzienlijke vergroting van het renteverskil tussen de staatsgewaarborgde obligaties – zoals die van de openbare investeringsmaatschappijen – en de rechtstreeks door de Schatkist uitgegeven obligaties – zoals zeer specifiek het geval is voor Duitsland – bijvoorbeeld dat de investeerders meer belang hechten aan de liquiditeit van de onderliggende effecten⁽¹⁾ (Ejsing, Grothe en Grothe, 2012). Door de vraag naar risicoloze activa op lange termijn aanzienlijk op te voeren, hebben verscheidene centrale banken de termijnpremies overigens doelbewust gedrukt. Zo kunnen deze premies zowel positief als negatief zijn. In de praktijk kunnen ze evenwel op verschillende manieren worden geraamd en is het bijzonder moeilijk om de exacte samenstelling ervan uit te maken.

2.2 Het monetair beleid en de rente

In principe heeft de centrale bank rechtstreeks greep op de zeer korte geldmarkttrentes, voornamelijk via haar leidinggevende tarieven en haar openmarkttransacties. Het transmissiemechanisme van het monetair beleid wil dat de centrale bank, door haar beleidsvoering aan te passen, de economische bedrijvigheid beïnvloedt en zodoende de prijsstabiliteit waarborgt, conform haar doelstellingen. In de literatuur wordt de beslissing van de centrale bank geregeld toegelicht aan de hand van een monetairbeleidsregel die de doelstelling inzake de korte rente linkt aan macro-economische variabelen zoals inflatie en productie. Het bekendste voorbeeld van een dergelijke regel is de Taylor-regel (Taylor, 1993), die de volgende vorm kan aannemen:

$$i_t = r_t^* + \pi^* + 1,5 (\pi_t - \pi^*) + 0,5 (y_t - y^*)$$

met i_t de doelstelling inzake de zeer korte rente, r_t^* de reële evenwichtsrente, π^* de door de centrale bank gedefinieerde inflatiedoelstelling, π_t de opgetekende inflatie, y_t het opgetekende productieniveau en y^* het potentiële productieniveau. Deze regel geeft aan dat de zeer korte rente die passend is voor een centrale bank die prijsstabiliteit nastreeft, overeenstemt met de som van de reële evenwichtsrente en haar inflatiedoelstelling, gecorrigeerd voor het verschil tussen de opgetekende inflatie en de inflatiedoelstelling, enerzijds, en voor het verschil tussen de effectieve en de potentiële productie, anderzijds.

In de praktijk leeft geen enkele centrale bank een dergelijke regel slaafs na; nochtans geeft deze blijkbaar vrij getrouw de gegevens weer (althans voor de periode die aan de crisis voorafging en gedurende welke de ondergrens

voor de nominale rente niet verplicht gelijk moest zijn aan 0 %). Verscheidene studies tonen aan dat de centrale banken er een zeker belang aan hechten (zie bv. Ilbas et al. (2013) voor de Verenigde Staten).

Een essentiële parameter van de vergelijking hierboven is r_t^* , de reële evenwichtsrente, ook 'natuurlijke' rente genoemd. Het betreft geen waarneembare variabele, maar een concept dat niet eenvoudig te definiëren valt en waarover trouwens geen overeenstemming bestaat⁽²⁾. Het algemeen aanvaarde idee waar ook hier zal worden van uitgegaan, is dat het gaat om de rente die zou heersen in een omgeving van normale productie – dat wil zeggen wanneer de productie overeenstemt met haar potentieel niveau – en die verenigbaar is met prijsstabiliteit. Zoals Woodford (2001) heeft beklemtoond en in tegenstelling tot de door Taylor (1993) geuite hypothese, is de evenwichtsrente niet constant in de tijd en evolueert ze onder meer met reële factoren die a priori exogeen zijn aan het monetair beleid, bijvoorbeeld de productiviteitsgroei van de economie. Woodford (2001) wijst op de noodzaak voor de beleidsmakers om rekening te houden met de veranderlijke aard van deze rente teneinde hun doelstellingen inzake macro-economische stabiliteit en, meer in het bijzonder, prijsstabiliteit te bereiken. Omgekeerd is de parameter π^* van de inflatiedoelstelling endogeen en valt hij onder de rechtstreekse controle van de centrale bank. De reële evenwichtsrente en de inflatiedoelstelling vormen samen de 'nominale evenwichtsrente'.

De centrale bank heeft alleen maar rechtstreekse controle over de zeer kortlopende rente. Voor zover de monetairbeleidsoriëntatie slechts geleidelijk evolueert, weerspiegelen de wijzigingen in de leidinggevende tarieven zich evenwel ook in de rente op langere termijn, waarin de verwachtingen ten aanzien van de toekomstige monetairbeleidskoers vervat zijn. Door haar leidinggevende tarieven aan te passen, kan de centrale bank aldus de mate beïnvloeden waarin huishoudens sparen dan wel consumeren alsook de mate waarin ondernemingen investeren. Op die manier ondersteunt of beteugelt ze de economische bedrijvigheid en verzekert ze de prijsstabiliteit. De neokynesiaanse macro-economische modellen tonen immers aan dat het niet zozeer de korte reële rente maar eerder het verwachte integrale verloop van de korte reële rente is dat de geaggregeerde vraag en de inflatie beïnvloedt (Clarida et al, 1999).

(1) Tijdens periodes van zware financiële spanningen zijn voor sommige AAA-genoteerde kortlopende obligaties (bv. drie maanden) zelfs negatieve rendementen opgetekend, terwijl de rendementen van de overnight indexed swaps met eenzelfde looptijd (die de verwachtingen ten aanzien van de daggeldrente weergeven) positief bleven. Een en ander getuigt van het feit dat sommige investeerders, die bijvoorbeeld geen toegang hadden tot de depositofaciliteiten van de centrale bank, hun liquiditeiten trachtten te beleggen in uiterst veilige activa en daartoe soms een negatief rendement aanvaardden.

(2) Voor meer informatie hieromtrent, zie bijvoorbeeld Woodford (2003) of Weber et al. (2008).

De centrale bank kan via haar monetairbeleidsoriëntatie evenwel slechts in beperkte mate de rente op langere termijn beïnvloeden. Enerzijds neemt haar invloed af met de looptijd; de impact van de centralebankbeslissingen op de rente is aldus voornamelijk geconcentreerd op de korte en de middellange termijn. Op lange termijn is er immers geen enkele reden waarom het monetair beleid eerder restrictief of accommoderend zou zijn en er mag derhalve a priori worden van uitgegaan dat de rente, gemiddeld beschouwd, de som is van de verwachte reële evenwichtsrente en de verwachte inflatiedoelstelling. Anderzijds kan – aangezien de economische subjecten er steeds kunnen voor kiezen muntstukken en bankbiljetten aan te houden liever dan hun geld te beleggen in schuldtitels – de nominale rente, inclusief de leidinggevende tarieven, niet (veel) onder de 0% dalen. Deze natuurlijke ondergrens (zero lower bound) beperkt voor de centrale bank de mogelijkheid om, via het traditionele rente-instrument, negatieve output gaps en deflatoire risico's in te dijkten. De centrale bank die de economische bedrijvigheid wil blijven stimuleren, ziet zich dus op een bepaald ogenblik verplicht zogenoemde 'niet-conventionele' monetairbeleidsmaatregelen te nemen. Daartoe behoren vooral forward guidance en effectenaankoopprogramma's. De eerstgenoemde beïnvloedt vooral de verwachtingen ten aanzien van de monetairbeleidsoriëntatie op middellange termijn, terwijl dankzij de laatstgenoemde de centrale bank de in de lange rente vervatte termijnpremies rechtstreeks kan verlagen.

3. Empirische analyse van de determinanten van de lage rente in het eurogebied en in de Verenigde Staten

In dit hoofdstuk wordt getracht de belangrijkste factoren te omschrijven die hebben bijgedragen tot het verloop van de risicoloze lange rente sedert 1990 in de Verenigde Staten en in het eurogebied. Daartoe wordt in eerste instantie de risicoloze lange rente – meer bepaald die op tien jaar – opgesplitst in een component op korte en een component op lange termijn. Door deze rentegegevens te koppelen aan ramingen van de nominale evenwichtsrente voor de Verenigde Staten en het eurogebied, kunnen vervolgens diverse verklarende factoren voor de rente worden belicht. Er zij opgemerkt dat de ontwikkelingen in het eurogebied tijdens de periode vóór 1999 worden geïllustreerd aan de hand van Duitse gegevens. Voor de rentetarieven wordt gebruik gemaakt van de rendementen van de Amerikaanse Schatkist en, vanaf 1999 in het eurogebied, van de gemiddelde rendementen van de vijf belangrijkste landen van het eurogebied die op 30 juni 2013 een AAA-rating hadden⁽¹⁾ (Duitsland,

Finland, Frankrijk, Nederland en Oostenrijk). Dankzij deze keuze kan het kredietrisico dat het rendement van een aantal overheidsobligaties van het eurogebied beïnvloedt, buiten beschouwing worden gelaten, maar kan ook de invloed worden beperkt van negatieve liquiditeitspremies die worden opgetekend voor overheidsobligaties van landen zoals Duitsland.

3.1 Opsplitsing van de tienjaars rente

De tienjaars nominale rente kan in twee componenten worden uitgesplitst: een kortetermijncomponent – de vijfjaars rente – en een langetermijncomponent – de vijfjaars impliciete termijnrente over vijf jaar. Deze laatste stemt overeen met het verwachte rendement van een verbintenis van vandaag met betrekking tot een vijfjaars belegging, waarvan de transactie plaatsvindt over vijf jaar.

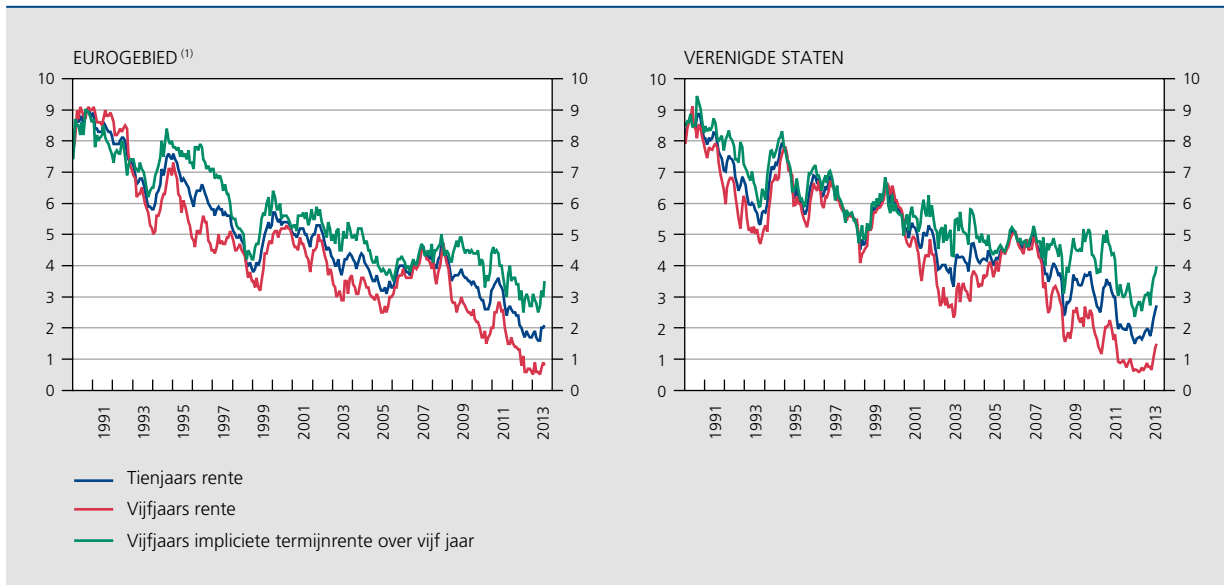
Ondanks cyclische bewegingen, is de tienjaars rente, alsook elk van de componenten ervan, in de loop van de jaren negentig trendmatig gedaald, zowel in het eurogebied als in de Verenigde Staten. De vijfjaars impliciete termijnrente over vijf jaar bleef tussen 2000 en 2011 relatief stabiel, terwijl de vijfjaars rente over dezelfde periode volatieler was. De daling van de tienjaars rente tijdens de recente crisis lijkt voornamelijk een daling van de kortetermijncomponent ervan te weerspiegelen, wat weinig verrassend is in het licht van een opmerkelijke versoepeling van de monetairbeleidskoers. Sinds medio 2011 is echter ook de vijfjaars impliciete termijnrente over vijf jaar vrij sterk teruggelopen, terwijl deze rente tot dan toe relatief dicht in de buurt van het gemiddelde van het decennium vóór de crisis was gebleven.

Aan de hand van het analytisch kader hierboven kunnen de vijfjaars rente en de vijfjaars impliciete termijnrente over vijf jaar worden opgesplitst teneinde inzicht te verwerven in de verschillende determinanten ervan. Daartoe worden de nominale rentes vergeleken met de ramingen en de verwachtingen van de reële evenwichtsrente en de inflatiedoelstellingen. Door van elke nominale rente de overeenstemmende evenwichtsrente af te trekken, wordt een residu verkregen dat alle andere factoren bevat die bijdragen tot de bepaling van de rente.

De nominale evenwichtswaarde van de vijfjaars rente kan worden benaderd aan de hand van de som van de geraamde reële potentiële economische groei – de reële component ervan – en de inflatiedoelstelling van

(1) Op 12 juli 2013 verloor Frankrijk zijn AAA-rating, nadat het ratingbureau Fitch de rating verlaagde tot AA+. De belangrijkste analyses hebben hier evenwel betrekking op gegevens die niet verder reiken dan juni 2013. Luxemburg werd niet geselecteerd vanwege een gebrek aan gegevens over de rente.

GRAFIEK 2 TIENJAARS RENTE, VIJFJAARS RENTE EN VIJFJAARS IMPLICIETE TERMIJNRENTE OVER VIJF JAAR



Bronnen: Thomson Reuters Datastream, NBB.

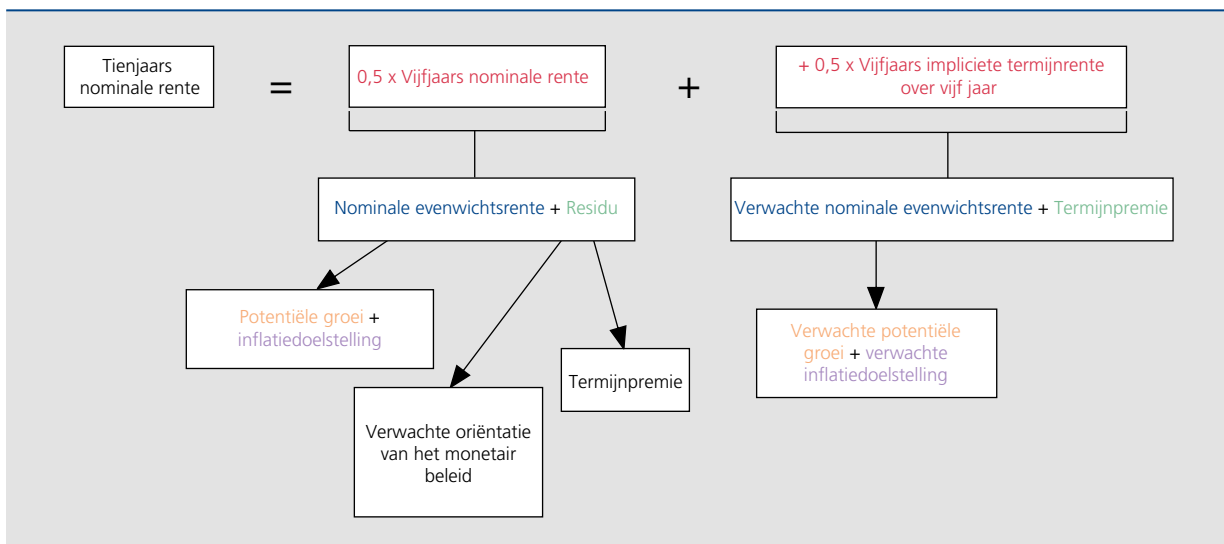
(1) Rente op de Duitse Bund vóór 1999. Gemiddelde van de vijf belangrijkste landen van het eurogebied met een AAA-rating op 30 juni 2013 (Duitsland, Finland, Frankrijk, Nederland en Oostenrijk).

de centrale bank – de inflatiecomponent. Het residu van het verschil tussen de vijfjaars nominale rente en de nominale evenwichtsrente weerspiegelt dan weer de verwachtingen ten aanzien van het monetair beleid tijdens de vijf volgende jaren, enerzijds, en een termijnpremie, anderzijds. Terwijl de verwachtingen inzake de monetairbeleidsoriëntatie afhankelijk zijn van de actuele en verwachte macro-economische vooruitzichten, alsook van de wijze waarop de centrale bank op die

ontwikkelingen zou reageren, hangt de termijnpremie samen met de onzekerheid omtrent de verwachtingen over de toekomstige rentes en specifieke factoren zoals de mate van risicoaversie bij de beleggers en de liquiditeit van de onderliggende activa.

De vijfjaars impliciete termijnrente over vijf jaar, daarentegen, staat in principe grotendeels los van de cyclische bewegingen van de korte rente en van de

GRAFIEK 3 SCHEMATISCHE OPSPLITSING VAN DE TIENJAARS NOMINALE RENTE



monetairbeleidsoriëntatie. Deze laatste is op lange termijn immers a priori neutraal en er is geen enkele reden om te verwachten dat ze uitgesproken accommoderend of restrictief zou zijn voor de periode van vijf jaar die over vijf jaar begint⁽¹⁾. De verwachte toekomstige korte rente voor deze periode kan dus worden gelijkgesteld met de nominale evenwichtsrente en het residu van het verschil tussen de vijfjaars impliciete termijnrente over vijf jaar en de voor deze periode verwachte nominale evenwichtsrente, dat gelijkgesteld wordt met de termijnpremie.

Om deze opsplitsing – die schematisch voorgesteld wordt in grafiek 3 – empirisch te illustreren, worden de nominale rentes gecombineerd met ramingen van de nominale

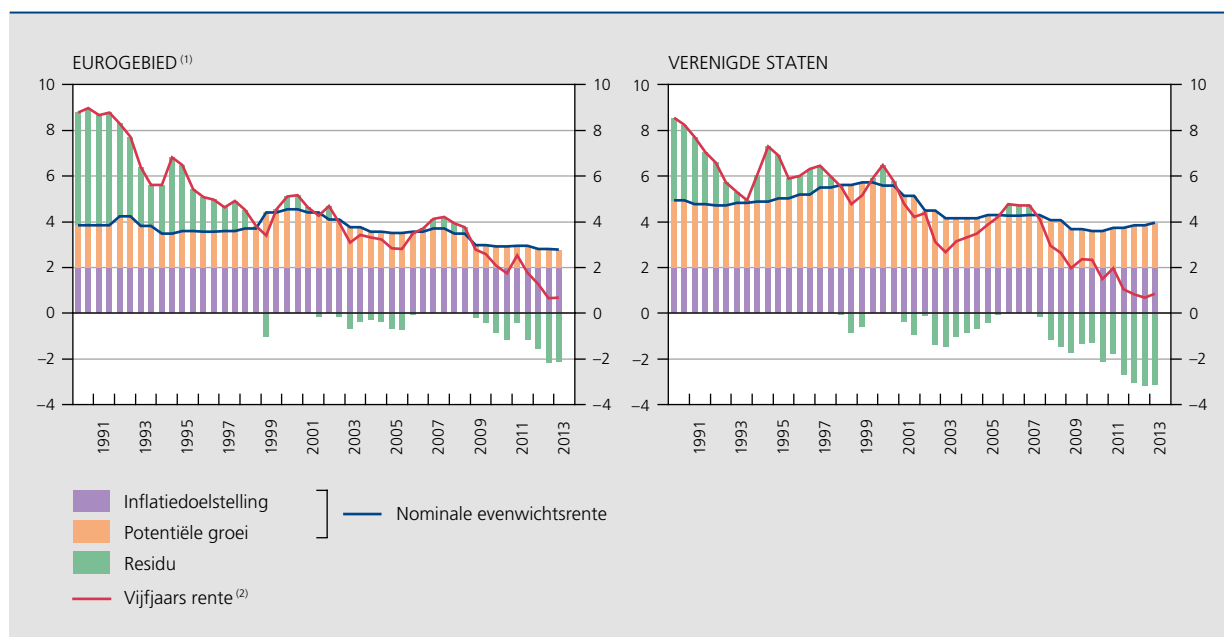
evenwichtsrente voor de Verenigde Staten en het eurogebied. De ramingen van de reële potentiële groeicijfers zijn afkomstig van de in juni 2013 gepubliceerde economische vooruitzichten van de OESO, terwijl de inflatiedoelstellingen overeenstemmen met de officiële of informele doelstellingen van de centrale banken⁽²⁾. Er bestaat geen raming van de reële potentiële groei voor de vijfjaars periode die over vijf jaar begint, maar deze groei kan redelijkerwijs worden benaderd aan de hand van de groeiverwachtingen voor het reëel bbp op lange termijn, zoals die worden ontleend aan de zesmaandelijksse enquêtes van Consensus Economics, die precies betrekking hebben op een vijfjaars periode die over vijf jaar begint. Op dezelfde manier kan de verwachte inflatiedoelstelling op lange termijn worden geraamd op basis van de inflatieverwachtingen op lange termijn, die eveneens afkomstig zijn van de zesmaandelijksse enquêtes van Consensus Economics.

- (1) Vermeldenswaard in dat verband zijn de driemaandelijksse langetermijnprojecties door de leden van het FOMC, het besluitvormend orgaan van de Amerikaanse Federal Reserve. Deze projecties kunnen volgens het FOMC worden geïnterpreteerd als de groeiverwachtingen voor het bbp, de inflatie en de werkloosheid voor een termijn van meer dan vijf of zes jaar, bij ontstentenis van schokken en tegen de achtergrond van een passend monetair beleid.
- (2) In 1984 was de Bundesbank van oordeel dat de norm voor de stijging van het prijspeil 2% moest belopen. In 1997 verving ze de norm door een marge tussen 1,5 en 2% (Mishkin, 2001). In 1998 definieerde de Raad van Bestuur van de ECB prijsstabiliteit als 'een jaarlijkse stijging van de geharmoniseerde consumptieprijsindex (HICP) van minder dan 2%', waarbij ze aanstipte dat de 'prijsstabiliteit op middellange termijn moet worden gehandhaafd'. In mei 2003 bevestigde de Raad deze definitie, maar hij verduidelijkte 'met het oog op prijsstabiliteit te streven naar een inflatiecijfer, op de middellange termijn, van minder dan, maar dicht bij 2%' (ECB, 2003). De Amerikaanse Federal Reserve heeft officieel pas op 25 januari 2012 een inflatiedoelstelling op lange termijn ingevoerd van 2%, maar de inflatiecijfers geven aan dat gedurende de voorgaande twintig jaar een impliciete doelstelling van 2% werd nagestreefd (Rosengren, 2013). Rekening houdend met deze informatie en ter vereenvoudiging wordt in dit artikel een inflatiedoelstelling van 2% sedert 1990 in aanmerking genomen, zowel voor het eurogebied als voor de Verenigde Staten.

3.2 Vijfjaars rente

De nominale evenwichtsrente liep bij de aanvang van de crisis terug, zowel in het eurogebied als in de Verenigde Staten. Deze daling past echter in een duidelijke tendens die zich sinds het begin van de jaren 2000 aftekent. Ze weerspiegelt de inkrimping van de potentiële groei, die in de tweede helft van de jaren negentig was toegenomen,

GRAFIEK 4 VIJFJAARS NOMINALE RENTE



Bronnen: Federal Reserve, OESO, Thomson Reuters Datastream, Mishkin (2001), Rosengren (2013), ECB.

(1) Gegevens voor Duitsland van vóór 1999. De rentegegevens vanaf 1999 stemmen overeen met het gemiddelde van de vijf belangrijkste landen van het eurogebied met een AAA-rating op 30 juni 2013.

(2) Gemiddelde over zes maanden voor de maanden juni en december. Laatste gegevens: juni 2013.

terwijl de inflatiedoelstellingen onveranderd zijn gebleven. De trendmatige daling van de reële evenwichtsrente geeft aan dat, zelfs indien de monetairbeleidsoriëntatie van de centrale banken neutraal zou zijn, dat wil zeggen niet accommoderend, noch restrictief, de huidige rente op korte looptijden lager zou liggen dan aan het begin van de jaren 2000. Ze betekent bovendien dat de centrale banken hun leidinggevende rentetarieven meer dan vroeger moeten laten zakken om de economische bedrijvigheid te stimuleren.

Conform de voorschriften van de regel van Taylor voor de bepaling van de rentedoelstelling, schommelt de vijfjaarsrente aan beide zijden van de nominale evenwichtsrente. Aldus weerspiegelt ze, in overeenstemming met de macro-economische cycli, het min of meer accommoderende karakter van het monetair beleid en de verwachtingen ten aanzien van het verloop daarvan. Aangezien de afwijkingen ten opzichte van de evenwichtsrente afnemen met de looptijd, zouden ze evenwel groter zijn voor een rentetarief op korte termijn, aangezien het vooruitzicht op een terugkeer van de rentes naar het evenwichtsniveau reeds gedeeltelijk in de vijfjaarsrente is vervat. De in vergelijking met de neutrale rente van het begin van de jaren negentig hoge korte rente weerspiegelt, enerzijds, het doelbewust restrictieve karakter van de monetairbeleidsoriëntatie, dat de prijsstabiliteit moest waarborgen na jaren van forse inflatie en een dam moest opwerpen tegen de inflatedruk in Duitsland als gevolg van de hereniging. Anderzijds getuigt het van de nog steeds hoge, door de beleggers gevraagde risicopremies om zich te beschermen tegen de inflatie, terwijl de centrale banken nog geen onbetwiste geloofwaardigheid genoten.

Sedert 2007 is de vijfjaarsrente in de Verenigde Staten en in het eurogebied met in totaal bijna 400 basispunten teruggelopen, in het spoor van de verlaging van de leidinggevende rentetarieven door de Federal Reserve en de ECB. De rentedaling verliep grosso modo in twee stadia: een eerste fase van 2007-08 tot medio 2010 en een tweede van medio 2011 tot de recente periode. De daling van de vijfjaarsrentes valt grotendeels te verklaren door een achteruitgang van de residuele component die, onder meer, de verwachtingen ten aanzien van de monetairbeleidsoriëntatie over de desbetreffende periode omvat. Deze verwachtingen weerspiegelen onder meer de vooruitzichten inzake de economische bedrijvigheid en de inflatie, maar ze worden ook beïnvloed door bepaalde monetairbeleidsmaatregelen zoals forward guidance. Zo heeft de Federal Reserve tijdens de crisis regelmatig gecommuniceerd over de oriëntatie van het monetair beleid op langere termijn, terwijl de Raad van Bestuur van de ECB verklaarde dat het monetair beleid 'zolang als nodig' accommoderend zou blijven. In juli 2013 verstreekte

de Raad bovendien meer expliciete indicaties over de toekomstige oriëntatie van zijn beleid (zie Kader 2). Een andere factor die wellicht een neerwaartse invloed heeft uitgeoefend op de vijfjaarsrentes en meer bepaald op de daarin vervatte termijnpremies, is de stijgende vraag naar risicoloze activa, zoals ook het geval is voor de vijfjaars impliciete termijnrente over vijf jaar.

3.3 Vijfjaars impliciete termijnrente over vijf jaar

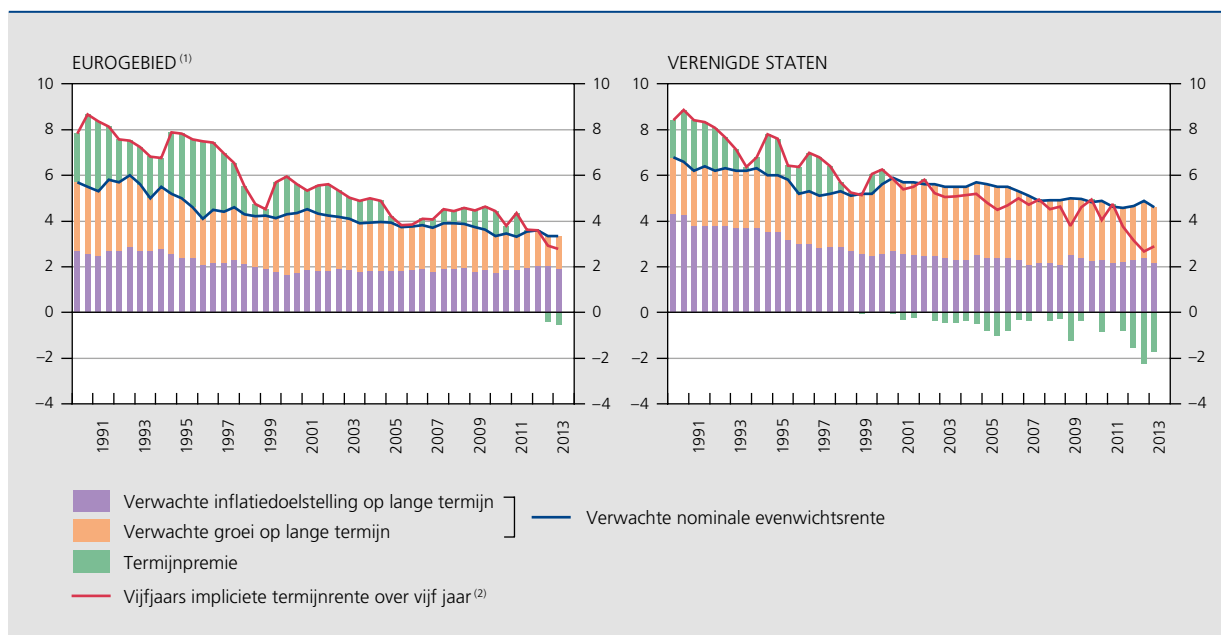
De verwachte nominale evenwichtsrente, die in de jaren negentig terugliep als gevolg van de neerwaartse herziening van de inflatieverwachtingen op lange termijn, bleef in de jaren 2000 en tijdens de crisis verder dalen, in overeenstemming met de neerwaarts bijgestelde groeiverwachtingen op lange termijn. Hoewel de verwachtingen in de Verenigde Staten hoger bleven, was de tendens in beide economische blokken grotendeels vergelijkbaar. De inflatieverwachtingen op lange termijn, daarentegen, zijn sedert de jaren 2000 al met al matig en stabiel gebleven, aangezien ze voornamelijk de afspiegeling zijn van de mandaten en de verworven geloofwaardigheid van de centrale banken inzake prijsstabiliteit. De stevige verankering van de inflatieverwachtingen is trouwens een van de bepalende factoren gebleken die de centrale banken in staat hebben gesteld de reële rentes te beïnvloeden teneinde de economische bedrijvigheid te stimuleren en de deflatoire druk op het hoogtepunt van de crisis te temperen.

De termijnpremie die vervat zit in de vijfjaars impliciete termijnrente over vijf jaar en die hier geraamd wordt aan de hand van het residueel verschil tussen de nominale rente en de nominale evenwichtsrente⁽¹⁾, werd in de loop van de jaren negentig duidelijk kleiner. In het spoor daarvan liep ook de nominale rente terug. In de periode vóór de crisis bleef de vijfjaars impliciete termijnrente over vijf jaar daarentegen relatief stabiel, in de buurt van het peil van de verwachte nominale evenwichtsrente. Interessant is evenwel dat het verschil tussen deze beide rentes omstreeks 2005 in de Verenigde Staten negatief was, met andere woorden dat de termijnpremie negatief was. De daling van de lange rente, ondanks een stijging van de korte rente tijdens de maanden voordien, werd door de vroegere voorzitter van de Amerikaanse Federal Reserve Alan Greenspan bestempeld als een 'raadsel' (conundrum)⁽²⁾. Ook in het eurogebied bleef de lange rente tijdens die periode bijzonder laag.

(1) De termijnpremies worden geraamd op een intuïtieve, maar toch robuuste manier. Deze premies kunnen ook worden geraamd op basis van macro-econometrische modellen, waarvan het gebruik echter meestal omslachtig en complex is, vooral wanneer de rentes hun bodempunt in de buurt van nul benaderen, wat leidt tot niet-lineaire verbanden (zie Christensen en Rudebusch, 2013 of Kim en Singleton, 2012).

(2) Greenspan (2005).

GRAFIEK 5 VIJFJAARS IMPLICIETE TERMIJNRENTE OVER VIJF JAAR



Bronnen: Consensus Economics, Thomson Reuters Datastream.

(1) Gegevens voor Duitsland van vóór 1999. De rentegegevens vanaf 1999 stemmen overeen met het gemiddelde van de vijf belangrijkste landen van het eurogebied met een AAA-rating op 30 juni 2013. Voor de periode tussen 1999 en 2003 stemmen de verwachtingen ten aanzien van de inflatie doelstelling op lange termijn en van de langetermijngroei overeen met het aan de hand van het bbp gewogen gemiddelde voor Duitsland, Frankrijk, Italië, Nederland en Spanje.

(2) Gemiddelde over zes maanden voor april en oktober. Laatste gegevens: april 2013.

In tegenstelling tot de rente op vijf jaar, is de vijfjaars impliciete termijnrente over vijf jaar in de eerste fase van de crisis weinig veranderd. Pas omstreeks medio 2011 zette een echte daling in als gevolg van een duidelijke ongerustheid over de opleving van de bedrijvigheid wereldwijd. Sedertdien is deze rente sterk teruggelopen en recentelijk is een historisch dieptepunt bereikt, zowel in de Verenigde Staten als in het eurogebied. Ondanks een teruggang van de groeiverwachtingen op lange termijn, is de daling van de vijfjaars impliciete termijnrente over vijf jaar sedert 2011 voornamelijk de weerspiegeling van de vooral in de Verenigde Staten sterk verminderde termijnpremies.

3.4 De factoren achter de daling van de termijnpremies

De in de lange rentes vervatte termijnpremies worden door tal van sterk uiteenlopende factoren beïnvloed. Teneinde hierin een beter inzicht te verwerven, kan het nuttig zijn een onderscheid te maken tussen eerder structurele factoren, die verband houden met duidelijke tendensen door de economische cycli heen, en eerder conjunctuurgebonden elementen, die vooral verband houden met de recente crisis.

De structurele factoren omvatten het hoger vermelde verschijnsel van de Great Moderation en het mondiale spaaroverschot. De Great Moderation verwijst naar een periode van grotere macro-economische stabiliteit, die duurde van het einde van de jaren tachtig tot 2006 en die gekenmerkt werd door een daling van de inflatie, een positieve en relatief stabiele economische groei en de overtuiging dat de economische cycli beter beheersbaar waren. Ze wordt doorgaans toegeschreven aan structurele veranderingen in de economie, aan de tenuitvoerlegging van een beter macro-economisch beleid en aan een geluksfactor die zich uitte in minder zware schokken. Inzake monetair beleid, hebben het toewijzen van op prijsstabiliteit gerichte mandaten aan de centrale banken alsook de toegenomen transparantie en grotere geloofwaardigheid van deze laatste bijgedragen tot de stabilisering van de inflatie op een laag peil, de verankering van de inflatieverwachtingen en, derhalve, de verlaging van de inflatiepremies tijdens de jaren negentig. De grotere macro-economische stabiliteit heeft de onzekerheid over het toekomstige verloop van de korte rentes in het algemeen vermindert en zodoende de termijnpremies verlaagd. Het mondiale spaaroverschot vindt zijn oorsprong dan weer in de Azië-crisis van de jaren 1997-98 en, in mindere mate, in de stijging van de aardolieprijs (Bernanke, 2005). Het kan worden verklaard door de aanhoudende lopende overschotten en de

accumulatie van aanzienlijke valuta-reserves in een groot aantal (vooral Aziatische) opkomende en olie-uitvoerende landen, die met name trachten de aan een mogelijke kapitaalvlucht verbonden risico's te beperken, een appreciatie van hun munt te voorkomen en een veilige belegging te vinden voor hun tegoeden. Voorts bestaat er wellicht een verband met het verloop van de leeftijdsstructuur van de mondiale demografie, die gekenmerkt wordt door een toename van de bevolking op arbeidsleeftijd in een aantal van deze landen, wat een grotere spaarneiging tot gevolg heeft. De accumulatie van spaargelden en valuta-reserves heeft de mondiale vraag naar risicoloze activa opgedreven, in het bijzonder de vraag naar staatsobligaties op lange termijn van de geavanceerde economieën, vooral naar Amerikaanse schatkistobligaties. Ook de vergrijzing van de bevolking in de geavanceerde economieën sedert de jaren 2000 zou de vraag naar spaarmiddelen kunnen hebben opgevoerd, meer bepaald naar risicoloze lange-termijnactiva. De stijgende vraag naar risicoloze activa heeft derhalve geresulteerd in een inkrimping van de in de rendementen vervatte premies.

Wat de conjuncturele factoren achter de daling van de termijnpremies betreft, moeten in eerste instantie enkele niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen worden vermeld. De door verscheidene centrale banken opgezette programma's voor de aankoop van effecten om de lange rentes rechtstreeks te kunnen drukken en de financieringsvoorwaarden in de economie verder te versoepelen, hebben in dat opzicht een bijzondere rol gespeeld. Deze aankoopprogramma's werden opgestart toen de korte rentes een bodempeil hadden bereikt en het dus niet langer mogelijk was de bedrijvigheid te stimuleren door middel van traditionele monetairbeleidsinstrumenten. Interessant in dat opzicht is de bijzonder sterke daling van de termijnpremies in de Verenigde Staten ten opzichte van die in het eurogebied. Ze getuigt van het activisme van de Amerikaanse Federal Reserve inzake de aankoop van effecten op lange termijn om de rentes te kunnen drukken (zie Kader 1), terwijl het Eurosysteem zich beperkte tot de aankoop van effecten om de vlotte monetairbeleidstransmissie te vrijwaren. De aankopen van het Eurosysteem in het kader van het Programma voor de effectenmarkten (SMP) bleven enkel beperkt tot de obligaties van landen die volop getroffen werden door de overheidsschuldencrisis, en onderscheidten zich als dusdanig van de programma's inzake kwantitatieve versoepeling die door de andere grote centrale banken in de wereld op touw werden gezet. Het in de zomer van 2012 door het Eurosysteem goedgekeurde programma van outright monetaire transacties (OMT's), dat het SMP moest vervangen, is tot dusver niet geactiveerd. Dit nieuwe programma voorziet in de mogelijkheid om op de secundaire markt overheidsobligaties aan te kopen,

evenwel opnieuw met als enig streefdoel het vrijwaren van de goede monetairbeleidstransmissie in het eurogebied. Ook de forward guidance van de centrale banken inzake hun toekomstige monetairbeleidsvoering heeft wellicht de termijnpremies beïnvloed, aangezien ze de onzekerheid over de toekomstige rentes vermindert en de beleggers ertoe aanspoort zich op de langere termijn te richten⁽¹⁾. Daarenboven hebben de niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen uiteindelijk wellicht een aantal mondiale effecten gesorteerd, namelijk via de arbitrage van beleggers die voor een gegeven risico hun rendement proberen te maximaliseren. De maatregelen van 's werelds belangrijkste centrale banken hebben zich derhalve tot ver buiten hun grondgebied doen gevoelen (IMF, 2013c).

Een andere vermeldenswaardige factor ter verklaring van de daling van de termijnpremies is de grotere risicoaversie van bepaalde beleggers tegen de achtergrond van de crisis. Deze uitte zich in een vlucht naar veilige waarden zoals de Amerikaanse schatkistobligaties en de Duitse Bund. De grotere vraag naar deze als risicoloos en zeer liquide beschouwde activa, terwijl het aanbod ervan afnam als gevolg van de ratingverlagingen⁽²⁾, woog logischerwijze op de rentes. Een laatste factor, ten slotte, die mogelijk de vraag naar risicoloze activa heeft beïnvloed en derhalve de in de rentes vervatte premies inperkt, is de versterking van de financiële regelgeving, die de financiële instellingen ertoe aanzet meer effecten van hoge kwaliteit aan te houden (Turner, 2011).

3.5 Synthese van de determinanten van de huidige lage rente

Bij wijze van samenvatting, kan worden gesteld dat de huidige lage rente toe te schrijven is aan een aantal factoren van uiteenlopende aard. In de eerste plaats vertoont de evenwichtsrente sinds het begin van de jaren 2000 een neerwaartse tendens, die tegen de achtergrond van de crisis enigszins is verscherpt. Dit verloop is grotendeels het gevolg van de potentiële groei en van de neerwaartse bijstelling van de groeiprognozes op lange termijn, terwijl de inflatieverwachtingen van hun kant, na in de jaren negentig te zijn teruggelopen, vrij stabiel zijn gebleven. De daling van de reële rentecomponent is een verschijnsel dat in hoge mate exogeen is aan het monetair beleid. Vervolgens speelt de monetairbeleidsvoering een rol. Hoewel de inflatiecomponent van de termijnpremie kon worden teruggedrongen dankzij de grotere transparantie en geloofwaardigheid

(1) Zie, bijvoorbeeld, Hanson en Stein (2012), die een effect van de monetairbeleidsoriëntatie op de termijnpremie vinden.

(2) Volgens het IMF kan een verslechtering van de begrotings situatie in de geavanceerde economieën, met ratingverlagingen tot gevolg, zich de komende jaren vertalen in een aanzienlijke inkrimping van het aanbod van risicoloze activa (IMF, 2012).

van de centrale banken sinds de tweede helft van de jaren negentig, hebben de context van de crisis en de uitermate zwakke economische bedrijvigheid de centrale banken ertoe genoopt een bijzonder accommoderende monetair-beleidskoers te varen. De verwachtingen betreffende de korte rente worden bovendien beïnvloed door forward guidance van de centrale banken, waardoor de termijnpremies eveneens lijken te worden verlaagd. Laatstgenoemde

werden, ten slotte, ook gedrukt door de effectenaankoopprogramma's waarvan de gevolgen de nationale grenzen overschreden. Naast het monetair beleid, hebben sommige andere factoren, zoals het algemeen spaaroverschot, de stijging van de risicoaversie tegen de achtergrond van de crisis alsook de financiële regelgeving, de vraag naar risico-loze activa doen stijgen, terwijl het aanbod een afnemende tendens vertoonde, wat de rente deed dalen.

Kader 1 – De massale effectenaankoopprogramma's van de Amerikaanse Federal Reserve sinds 2008

Nadat het streeftarief van de geldmarkt op zeer korte termijn in het najaar van 2008 gezakt was tot een bodempeil tussen 0 en 0,25 %, begon de Fed 'niet-conventionele' monetairbeleidsinstrumenten in te zetten om de economie verder te stimuleren. Ze reikte met name forward guidance aan voor het toekomstig verloop van haar belangrijkste leidinggevend rentetarief en voerde een beleid van zogenoemde kwantitatieve versoepeling (quantitative easing) krachtens hetwelk ze grote hoeveelheden schuld papier van Government Sponsored Enterprises (GSEs)⁽¹⁾, door hypotheken gedekte effecten (mortgage-backed securities of MBSs) en Amerikaans overheidspapier aankocht. Al met al werden vier verschillende effectenaankoopprogramma's ten uitvoer gelegd. De grote lijnen en de voornaamste transmissiekanalen ervan worden hier toegelicht, evenals de doelmatigheid ervan.

LSAP1, LSAP2, MEP en LSAP3⁽²⁾

Het eerste aankoopprogramma (Large-Scale Asset Purchase Program 1 of LSAP 1) werd aangekondigd op 25 november 2008. Initieel voorzag dit programma in aankopen van MBSs ten belope van \$ 500 miljard en van schuldbewijzen van de GSEs ten belope van \$ 100 miljard. Nadat het in maart 2009 werd verlengd, bedroegen de aankopen uiteindelijk \$ 1 750 miljard, waarvan \$ 300 miljoen overheidspapier op lange termijn. De beslissing van de Fed om effecten aan te kopen, weerspiegelt met name de financieringsstructuur van de Amerikaanse economie die wordt gekenmerkt door relatief belangrijke obligatiemarkten en een minder belangrijke bankintermediatie. Hoewel dit eerste programma bedoeld was om de gehele economie te ondersteunen, betekende de beslissing van de Fed om MBSs en schuldbewijzen van GSEs aan te kopen dat ze voorrang wilde verlenen aan de markt van het hypothecair krediet, die zwaar getroffen was door de scherpe daling van de Amerikaanse vastgoedprijzen tijdens de periode 2006-08.

Het tweede aankoopprogramma (LSAP2) werd gelanceerd in een rustiger financiële context, die echter werd gekenmerkt door een futloze economische bedrijvigheid en deflatoire risico's. Nadat de Fed in augustus 2010 had meegedeeld dat ze de terugbetalingen van het eerste programma zou herbeleggen in overheidspapier, lanceerde ze op 3 november 2010 officieel haar tweede aankoopprogramma. Dit programma voorzag in de aankoop van overheidspapier ten belope van \$ 600 miljard teneinde 'een versneld economisch herstel te bevorderen en de inflatie te handhaven op een niveau dat verenigbaar is met haar mandaat'.

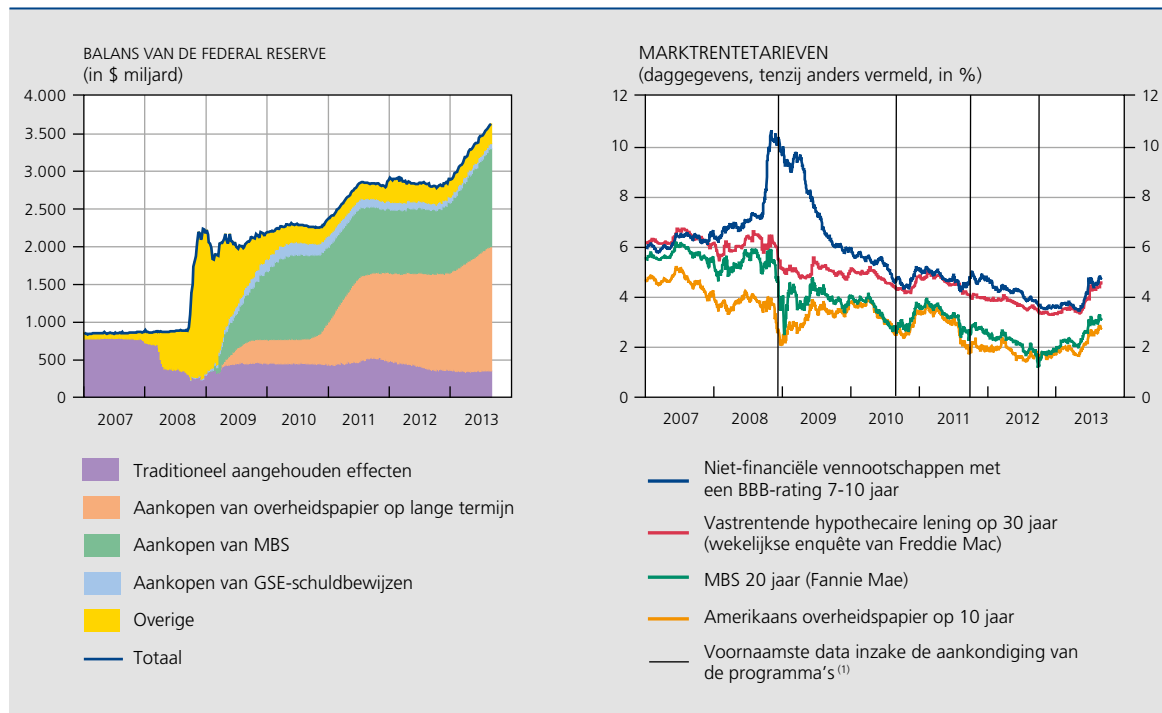
Op 21 september 2011 kondigde de Fed aan dat de terugbetalingen van de MBSs en van de schuldbewijzen van GSEs voortaan zouden worden herbelegd in MBSs en niet langer in overheidspapier. Voorts gaf ze te kennen opnieuw en ten belope van \$ 400 miljard overheidspapier met een resterende looptijd van meer dan zes jaar te willen aankopen en dit te financieren met de verkoop, ten belope van hetzelfde bedrag, van overheidspapier met een resterende looptijd van minder dan drie jaar. Via dit programma trachtte de Fed de rendementscurve af te

(1) Zoals Freddie Mac of Fannie Mae.

(2) Voor een uitvoeriger beschrijving, zie bijvoorbeeld Fawley en Neely (2013).



BALANS VAN DE FEDERAL RESERVE EN MARKTRENTES



Bronnen: Thomson Reuters Datastream, Federal Reserve Bank of Cleveland.

(1) 25 november 2008 voor LSAP1, 10 augustus 2010 voor LSAP2, 21 september 2011 voor MEP en 13 september 2012 voor LSAP3.

vlakken door de langetermijnrente te verlagen ten opzichte van de korte rente. In tegenstelling tot de eerdere programma's, brengt dit derde programma geen toename van de balans van de Fed met zich, doch enkel een verlenging van de looptijd ervan. Het staat bekend als 'Operation Twist' of 'Maturity Extension Program (MEP)'. Op 20 juni 2012 werd het programma verlengd tot eind 2012 voor een additioneel bedrag van \$ 267 miljard.

Het vierde aankoopprogramma, ten slotte, werd aangekondigd op 13 september 2012. In tegenstelling tot de voorgaande programma's, verbond de Fed zich toen niet tot een totaalbedrag maar tot een tempo van maandelijkse aankopen; ze kondigde aankopen van MBSs ten belope van \$ 40 miljard per maand aan. Ze wees erop dat zolang de arbeidsmarktsituatie niet aanzienlijk verbeterde en in een context van prijsstabiliteit, ze door zou gaan met haar aankopen, nieuwe aankopen zou verrichten en van haar andere instrumenten gebruik zou maken tot de toestand verbeterde. Op die basis kondigde de Fed op 12 december 2012 aan dat ze vanaf januari 2013 maandelijks ook langlopend overheidspapier zou aankopen ten belope van \$ 45 miljard, zonder de laatstgenoemde operaties te steriliseren door de verkoop van effecten op korte termijn.

Transmissiekanalen

De grootschalige effectenaankoopprogramma's weerspiegelen in het algemeen de wil van de Fed om, zodra het streeftarief van haar beleidsrente zijn ondergrens had bereikt, de economie verder te stimuleren door rechtstreeks op de lange rente te wegen. Er zijn minstens drie transmissiekanalen waarlangs de impact van de aankopen op de lange rente kan worden verklaard. Een eerste kanaal is het portfolio balance channel. Dat is gebaseerd op de preferred habitat theory, volgens welke de markten onderhevig zijn aan een zekere segmentatie. Door minder langlopende effecten beschikbaar te maken voor particuliere beleggers, beperkt de Fed het renterisico in de

portefeuille van de beleggers, waardoor de door laatstgenoemde gevraagde risicopremie voor het aanhouden van langlopende effecten daalt (Bauer, 2012). Vanwege de risicoloze en zeer liquide aard van overheidspapier, vergroot de specifieke vraag ernaar doorgaans het effect van de aankopen op het rendement ervan. Sommige auteurs hebben het in dat verband over een safety channel (Krishnamurthy en Vissing-Jorgensen, 2011). Meer algemeen werken de effecten van de aankopen vervolgens door in de andere rentetarieven, dit via de portefeuilleherschikkingen van de beleggers die hun effecten aan de centrale bank hebben verkocht. Een tweede kanaal is het signalling channel. Volgens dit kanaal brengt de centrale bank, door het aankondigen van haar effectenaankopen, de marktdeelnemers op de hoogte van haar wil om haar accommoderend monetair beleid gedurende langere tijd te voeren en kan zij er hen zo van overtuigen om leidinggevende tarieven voor een langere periode op een bodempeil in te prijzen (Bauer en Rudebusch, 2011). Indien de centrale bank bezorgd is over eventuele verliezen, versterken de aankopen van activa haar intentie om de rente laag te houden (Krishnamurthy en Vissing-Jorgensen, 2011). Een derde mogelijk kanaal, ten slotte, is het market functioning channel, volgens hetwelk de centrale bank via haar aankoopprogramma's de beleggers te kennen geeft dat een grootschalige belegger bereid is de markt te ondersteunen. Omdat de aankoopprogramma's de nervositeit van de beleggers vermindert op het ogenblik dat de financiële voorwaarden verslechteren, ondersteunen de aankopen niet enkel de waarde van de aangekochte effecten, maar meer algemeen ook die van andere effecten op de markt en, derhalve, indirect de financieringsvoorwaarden voor de hele economie.

Doelmatigheid

Het effect dat de aankoopprogramma's sorteren op het rendement van de aangekochte effecten valt niet eenvoudig te ramen. Het blijkt bovendien nog moeilijker te zijn om de gevolgen in te schatten die deze programma's hebben voor de financieringsvoorwaarden van de hele economie en voor de macro-economische situatie in het algemeen. Om de impact van de effectenaankoopprogramma's op de rentetarieven te bestuderen, worden gewoonlijk twee verschillende benaderingen gevolgd. De eerste gaat uit van event studies en bestaat erin de cumulatieve impact, op de rentetarieven, te meten van de mededelingen betreffende de aankooptransacties. Deze methode is niet perfect aangezien ze geen rekening houdt met de effecten buiten de dagen van aankondiging, en niet corrigeert voor andere beschikbare informatie op die dagen; ze biedt evenwel een eerste degelijke benadering van het effect en ze wordt in de literatuur veelvuldig gebruikt (Bauer, 2012). De tweede benadering berust op macro-econometrische modellen die gebruik maken van geavanceerde statistische methodes, maar die vanwege het uitzonderlijke karakter van de effectenaankoopprogramma's van de centrale banken eveneens beperkingen hebben door een tekort aan gegevens. De beschikbare studies wijzen blijkbaar op soortgelijke effecten als die welke naar voren komen uit event studies, hoewel ze over het algemeen kleiner zijn.

Uit de studies naar de gevolgen van de programma's van de Fed blijkt over het algemeen dat de aankopen de financieringskosten gunstig hebben beïnvloed. De doelmatigheid van de programma's zou echter gepaard gaan met afnemende schaalvoordelen. Met andere woorden: hoe lager het rentepeil, hoe moeilijker het wordt ze nog meer te doen dalen. Op basis van een econometrische studie naar de aankopen van overheidspapier in het kader van LSAP1, hebben D'Amico en King (2010) bijvoorbeeld aangetoond dat iedere aankoopoperatie gemiddeld beschouwd geleid heeft tot een rentedaling met zowat 3,5 basispunt op de dag van de aankopen, en dat het programma als geheel een langdurige daling van de rendementscurve met zowat 50 basispunten met zich heeft gebracht. Gagnon, Raskin, Remache en Sack (2011) hebben dan weer geconcludeerd dat LSAP1 het mogelijk heeft gemaakt de termijnpremies voor de tienjaarsrente met 30 tot 100 basispunten te verminderen. Ze voeren aan dat de effecten van de aankopen weliswaar aanzienlijk waren op de markt van hypothecair krediet, maar dat ze in het algemeen ook werden opgetekend voor overheidspapier, obligaties van de private sector en renteswaps. Op basis van het werk van Gagnon et al. (2011), merken Krishnamurthy en Vissing-Jorgensen (2011) op dat LSAP1 en LSAP2 de nominale rente op overheidspapier, schuldbewijzen van de GSEs, obligaties van de private sector en MBSs fors hebben doen dalen, in een mate die verschilt naargelang van de effecten, de looptijden en de programma's. Bauer (2012) van zijn kant concludeert dat de belangrijkste mededelingen inzake LSAP1 een zowat



100 basispunten belopend cumulatief effect op de rente hebben gesorteerd, en dit zowel voor overheidspapier als voor obligaties van de private sector of MBSs. Voor LSAP2 onderkent hij een cumulatief effect van nagenoeg 15 basispunten op hetzelfde papier en van 3 tot 25 basispunten voor het MEP. De beperktere effecten van het tweede en derde programma in vergelijking met die voor LSAP1 worden, behalve aan hun geringere omvang, in het bijzonder toegeschreven aan het feit dat de markten tijdens die periodes vlotter functioneerden (cf. market functioning channel), en aan de rol die forward guidance bij een rentedaling heeft gespeeld. Er zijn zeer weinig studies over LSAP3, gezien het recente karakter van het programma en het feit dat het nog steeds lopende is.

Een andere indicatie van het vermogen van de effectenaankoopprogramma's om de rentetarieven te beïnvloeden, kan – paradoxaal genoeg – worden afgeleid uit de volatiliteit op de financiële markten en uit de rentestijging die in het voorjaar van 2013 voortvloeiden uit de verklaringen van de leden van het FOMC met betrekking tot de toekomst van LSAP3 en, met name, de mogelijkheid om het tempo van de aankopen in de nabije toekomst te laten afnemen. Geconfronteerd met die ongewenste rentestijging beklemtoonde de voorzitter van de Amerikaanse Federal Reserve, Ben Bernanke, in juli dat het vervolg van het programma afhankelijk zou blijven van de economische en financiële omstandigheden (cfr. bijvoorbeeld Bernanke, 2013b). Een en ander illustreert, behalve de effecten van dergelijke aankoopprogramma's, de uitdagingen, meer bepaald inzake communicatie, die gerelateerd zijn aan het beëindigen ervan.

Wat de algemene macro-economische situatie betreft, tonen de studies doorgaans aan dat de omvang van de door de financiële crisis veroorzaakte recessie door de aankoopprogramma's kon worden beperkt. Zo komen Chung et al. (2011) tot de conclusie dat dankzij de stimulus van de effectenaankopen de verslechtering van de situatie op de arbeidsmarkt kon worden ingedijkt en dat wellicht kon worden vermeden dat de economie in een deflatoire situatie belandde, terwijl ook Baumeister en Benati (2013) aanvoeren dat de inkrimping van de rendementen op lange termijn de groei aanzienlijk heeft ondersteund en deflatoire risico's heeft afgewend.

4. Een lage rente en de macro-economische en financiële stabiliteit

Zoals hierboven uiteengezet, varen centrale banken wereldwijd reeds meer dan vijf jaar een zeer accommoderende monetairbeleidskoers die wordt gekenmerkt door een uitermate lage reële rente. Hoewel dit beleid er mede voor heeft gezorgd dat de economische bedrijvigheid niet nog méér is verzwakt, is het niet uitgesloten dat de lage rente ook negatieve effecten sorteert op de financiële en derhalve – tegen een verdere horizon – op de macro-economische stabiliteit. Bijgevolg worden de beleidsmakers mogelijk met een trade-off geconfronteerd⁽¹⁾. Een lage rente tijdens een recessie die gepaard gaat met de afbouw van overmatige schulden, heeft immers complexe economische implicaties.

Een lagere korte rente zorgt er om te beginnen voor dat de financieringskosten van de kredietinstellingen dalen. Het groter wordende verschil tussen de financieringskosten en het rendement op hun – doorgaans langerlopende – activa zorgt ervoor dat de rente- of intermediatie-marge toeneemt. De kredietinstellingen worden financieel

gezonder, waardoor zij vlotter nieuwe kredieten kunnen aanbieden. Bovendien zullen ze de lagere financieringskosten ook voor een deel kunnen doorberekenen aan hun klanten. Zo kunnen huishoudens en ondernemingen zich gemakkelijker financieren, wat de economische bedrijvigheid aanzwengelt. Dit is een belangrijk kanaal waarlangs de korte rente de macro-economische en financiële stabiliteit beïnvloedt.

Een lage rente maakt het aldus minder zwaar om de in het verleden opgebouwde schuldenlast van huishoudens en bedrijven af te bouwen. Een geleidelijke deleveraging van de niet-financiële sectoren is een noodzakelijke voorwaarde voor een geleidelijke deleveraging van de financiële sector en voor een duurzame financiële stabiliteit. Dankzij de lagere rente zullen minder leningen van huishoudens en bedrijven achterstallig worden, waardoor de kredietinstellingen hun rentabiliteit zien verbeteren en ze hun eigen vermogen kunnen verstevigen. Dit is op zijn beurt bevorderlijk voor de macro-economische stabiliteit; kredietinstellingen spelen immers een sleutelrol in de financiering van huishoudens en bedrijven.

(1) Voor een uitgebreide discussie over hoe de eventuele ongewenste effecten van een accommoderend monetair beleid een trade-off creëren, zie White (2012).

GRAFIEK 6 DE GEVOLGEN VAN EEN (LANGDURIG) LAGE RENTEOMGEVING

	Macro-economische sfeer	Financiële sfeer
Voordelen	<ul style="list-style-type: none"> • Lagere financieringskosten voor ondernemingen en huishoudens • Graduele deleveraging ondernemingen en huishoudens • Stabilisatie van de economische bedrijvigheid en vrijwaren van prijsstabiliteit; vermijden van een debt deflation 	<ul style="list-style-type: none"> • Lagere financieringskosten voor financiële instellingen • Graduele deleveraging van financiële instellingen • Minder achterstallige leningen
Mogelijke nadelen en risico's	<ul style="list-style-type: none"> • Evergreening of Zombie Lending ondermijnen de potentiële groei op lange termijn • Destabilisatie van de inflatieverwachtingen met stijgende rentes tot gevolg 	<ul style="list-style-type: none"> • Uitstel van balansherstel (moral hazard) • Search for yield • Blootstelling aan renterisico

Een en ander lijkt erop te wijzen dat een lage rente op die manier aanleiding geeft tot een herverdeling tussen spaarders en kredietnemers. Toch mag niet uit het oog worden verloren dat, bij een hogere rente, heel wat meer kredieten achterstallig zouden worden. Bovendien zouden dan ook meer kredietnemers gedwongen worden hun activa te liquideren, wat tot fire sales en verdere waardeverminderingen van eventueel onderpand leidt. Uiteindelijk is het niet uitgesloten dat spaarders bij een hogere rente nog zwaardere verliezen zouden lijden.

Aangezien een accommoderend monetair beleid de economische bedrijvigheid stimuleert, draagt het er ook toe bij dat een deflatiescenario kan worden vermeden, wat een daling van het prijspeil zou impliceren. Omdat leningen meestal in nominale termen worden uitgedrukt, komt dat neer op een stijging van de in reële termen uitstaande schuld. Het wordt voor kredietnemers dan moeilijker om hun schulden af te bouwen, wat een verdere negatieve impact op de economische bedrijvigheid en de inflatie heeft; een zogeheten debt deflation (Fisher, 1933). Uiteraard heeft dit ook ernstige negatieve gevolgen voor de financiële stabiliteit. De ervaringen tijdens de grote depressie van de jaren dertig en de Japanse crisis van de jaren negentig tonen aan hoe moeizaam schuldafbouw in een nominaal krimpende economie verloopt. Al met al mag dus worden beweerd dat de positieve macro-economische en financiële implicaties van een lagere rente elkaar versterken. Door de economische bedrijvigheid te stimuleren, wordt de financiële stabiliteit verhoogd, wat op zijn beurt bevorderlijk is voor een economische opleving.

Toch kunnen er aan een lagere rente ook enkele nadelen of risico's verbonden zijn. Een belangrijk risico op macro-economisch vlak is dat de lage rente uiteindelijk leidt tot

een tragere productiviteitsgroei. Een langdurig lage rente biedt kredietinstellingen met een zwakke kapitaalpositie de mogelijkheid om leningen van insolvable bedrijven tegen een minieme debetrente te vernieuwen; dit fenomeen wordt wel eens omschreven als zombie lending of evergreening. Verzwakte kredietinstellingen kunnen op die manier vermijden dat, naar aanleiding van een faillissement, hun eigen vermogen zou worden aangetast door het afschrijven van leningen aan bepaalde insolvable bedrijven. Zodoende worden, liever dan nieuwe productieve projecten van solvabele bedrijven, onproductieve projecten van insolvable bedrijven verder gefinancierd, wat een tragere productiviteitsgroei tot gevolg heeft. Dit is allerm minst denkbeeldig in een context waarin de nominale beleidsrente dicht bij nul ligt en banken aan zeer soepele voorwaarden liquiditeiten bij de centrale bank kunnen verkrijgen. Er bestaan ernstige aanwijzingen (Peek en Rosengren, 2005; Caballero et al., 2008) dat een dergelijk pervers mechanisme bijgedragen heeft tot het zogeheten Lost Decade in Japan, waar de productiviteitsgroei in de jaren negentig vrijwel volledig stilviel. De tragere economische groei zal uiteindelijk ook nefast blijken voor de rentabiliteit van de financiële sector, waardoor de financiële stabiliteit verder onder druk zal komen te staan.

In een omgeving waarin de potentiële groei regelmatig neerwaarts moet worden herzien, bestaat ook het risico dat het monetair beleid niet tijdig erkent dat de economie boven haar potentieel wordt gestimuleerd. Het is zeer moeilijk om in real time een onderscheid te maken tussen een vertraging van, enerzijds, de potentiële en, anderzijds, de cyclische groei. Wordt er bijgevolg ten onrechte van uitgegaan dat een groeivertraging vooral door cyclische factoren kan worden verklaard, dan dreigt het monetair beleid de rente al te sterk te verlagen en de prijsstabiliteit in gevaar te brengen.

Een dergelijk scenario deed zich voor in de jaren zeventig en leidde tot een ontsporing van de inflatie en een snelle stijging van de rente (Orphanides, 2002). Hoewel de lage rente bijdraagt tot een geleidelijke schuldafbouw, bestaat voorts ook het risico dat de overheid precies vanwege die lage rente te weinig inspanningen levert om haar schulden af te bouwen. Zo kan – terecht of onterecht – de indruk ontstaan dat de overheid uiteindelijk druk zal uitoefenen op de centrale bank om door middel van een lagere rente en een hogere inflatie het probleem van de overheidsschulden op te lossen (Leeper, 1991; Sims, 1994). Een dergelijke situatie deed zich bijvoorbeeld voor in de Verenigde Staten na de Tweede Wereldoorlog. Alleen al de verwachting van een dergelijk scenario kan op termijn resulteren in een snel oplopende en volatiele inflatie, wat nefast is voor de macro-economische en financiële stabiliteit.

Net zoals de lage rente voor de overheden een prikkel wegneemt om te besparen, kan ze er ook voor zorgen dat financiële instellingen minder geneigd zullen zijn hun schulden af te bouwen en hun balansen te saneren. Het is zelfs niet uitgesloten dat de lagere rente financiële instellingen ertoe aanzet buitensporige financiële risico's te nemen; in dat geval is er sprake van een *search for yield* (Rajan, 2005). De reden hiervoor kan zijn dat financiële instellingen vooral op korte termijn winsten willen boeken of dat zij er zich in het verleden jegens hun klanten toe hebben verbonden bepaalde minimumrendementen te genereren. Hierdoor kunnen er in de toekomst nog grotere problemen ontstaan met betrekking tot de financiële en macro-economische stabiliteit.

Daarnaast moet ook worden vermeden dat financiële instellingen als gevolg van een persistent lage rente het opwaarts renterisico zouden onderschatten. De rente kan op korte termijn vlug stijgen indien de economische bedrijvigheid bijvoorbeeld plots snel zou verbeteren, waardoor de inflatie rapper dan verwacht zou oplopen. Een dergelijk scenario is op het vlak van de financiële stabiliteit wellicht nog relatief onschuldig omdat de aantrekkende economische bedrijvigheid een positieve impact heeft op de gezondheid van de financiële instellingen. In geval van een aanbodschok of als gevolg van bezorgdheid over de geloofwaardigheid van de centrale bank, kan de inflatie echter ook ineens stijgen zonder dat de economische bedrijvigheid erop vooruitgaat. Ook de in de lange rentes vervatte risicopremies – die momenteel, zoals eerder aangetoond, wellicht negatief zijn – kunnen onverwacht snel stijgen.

De nadelen en potentiële risico's die een accommoderend monetair beleid en een lagerenteomgeving op macro-economisch en financieel niveau impliceren, dienen

te worden afgewogen tegen de voordelen ervan. Er zij evenwel opgemerkt dat een lage rente momenteel de beste omstandigheden schept voor een hogere rente in de toekomst. Bernanke (2013a), bijvoorbeeld, argumenteert dat precies dankzij het momenteel laag houden van de rente, de economie zal kunnen opleven en de rente in de toekomst opnieuw nauwer bij de evenwichtsrente zal aansluiten. Op die manier worden een deflatoire druk en de daaraan gekoppelde lage rentetarieven immers vermeden. Bovendien is het enkel het cyclische gedeelte van de rentedaling dat door het accommoderend monetair beleid kan worden verklaard. De daling van de risicoloze rente is per slot van rekening deels toe te schrijven aan de lagere vooruitzichten inzake de potentiële groei, waarop het monetair beleid geen invloed heeft (Apel en Claussen, 2012). Het monetair beleid kan deze – monetairbeleidsvreemde – daling van de evenwichtsrente moeilijk compenseren via een verstrakking omdat dit de risico's voor de macro-economische stabiliteit aanzienlijk zou doen toenemen.

De effectiviteit van het accommoderend monetair beleid hangt echter ook in hoge mate af van de ijver waarmee andere beleidsdomeinen hun overmatige schulden afbouwen en ertoe bijdragen dat de lage rente niet leidt tot het nemen van buitensporige risico's. Door middel van een tijdelijk lagere rente kan het monetair beleid voornamelijk tijd kopen en aldus een geleidelijke aanpassing ondersteunen. Mochten zowel de niet-financiële sectoren als de financiële instellingen deze extra ademruimte niet benutten om de noodzakelijke schuldafbouw door te voeren, dan zullen de nadelen van een accommoderend monetair beleid allicht groter zijn dan de voordelen ervan. Een passend budgettair en prudentieel beleid dat gericht is op een geleidelijke schuldafbouw en op het afwenden van nieuwe overmatige financiële risico's lijkt dan ook van cruciaal belang. Een passend structureel beleid kan bovendien positief bijdragen aan een stijging van het groeipotentieel op lange termijn, waardoor het gedeelte van de risicoloze rente waarop het monetair beleid geen invloed heeft, op termijn opnieuw kan stijgen.

Hieronder wordt nader ingegaan op twee specifieke risico's die zich kunnen manifesteren in een omgeving waarin de nominale risicoloze rente erg laag is. Zo worden de uitdagingen belicht die gegarandeerde minimumrendementen impliceren voor verzekeraars en pensioenfondsen en wordt nagegaan wat de risico's van een plotselinge, sneller dan verwachte, rentestijging zijn.

5. Twee specifieke risico's van een lage rente

5.1 Een langdurig lage rente, verzekeraars en pensioenfondsen

Een lagere rente raakt spaarders en kredietnemers in een economie op een zeer verschillende manier. Terwijl kredietnemers lagere afbetalingskosten genieten, komt een lagere rente voor spaarders overeen met lagere (toekomstige) rente-inkomsten, afhankelijk van de looptijd van hun activa. Deze problematiek komt duidelijk tot uiting in de problemen waarmee levensverzekeraars en pensioenfondsen worden geconfronteerd, vooral die welke hun klanten een minimumrendement hebben gegarandeerd (Antolin et al., 2011).

Een daling van de rente doet in economische termen⁽¹⁾ de waarde van zowel de passiva als de activa van levensverzekeraars en pensioenfondsen stijgen (Bank of England, 2012). Bij een gegarandeerd rendement gaat de waarde van de typisch zeer langlopende passiva van deze instellingen stijgen omdat de disconteringsvoet waarmee de toekomstige verplichtingen worden verdisconteerd, daalt. Vooral indien deze toekomstige verplichtingen niet onder een vooraf bepaald minimum kunnen zakken, zorgt een sterk dalende rente ervoor dat de actuele waarde van de toekomstige verplichtingen toeneemt. Tegelijk stijgt de actuele waarde – en dus de prijs – van de activa die ze aanhouden. Dit geldt zowel voor vastrentende activa – zoals obligaties – als voor aandelen. Deze laatste zien hun waarde trouwens ook omhooggaan dankzij het vooruitzicht op hogere toekomstige dividenden als gevolg van het positieve effect van de lage rente op de economische bedrijvigheid. Een lagere rente hoeft dus niet noodzakelijkerwijs een bedreiging te vormen voor de financiële stabiliteit van levensverzekeraars en pensioenfondsen, althans niet wanneer de gemiddelde looptijd van de activa overeenstemt met die van de passiva.

In de praktijk, echter, beleggen deze instellingen blijkbaar meestal in activa die een kortere looptijd hebben dan hun passiva; dit komt onder meer omdat er op de financiële markten niet noodzakelijkerwijs voldoende langlopende activa beschikbaar zijn. Wanneer de activa volledig belegd zijn in vastrentende waarden en de rente daalt, zullen de passiva – in geval van een kortere looptijd van de activa – sterker in waarde stijgen dan de activa.

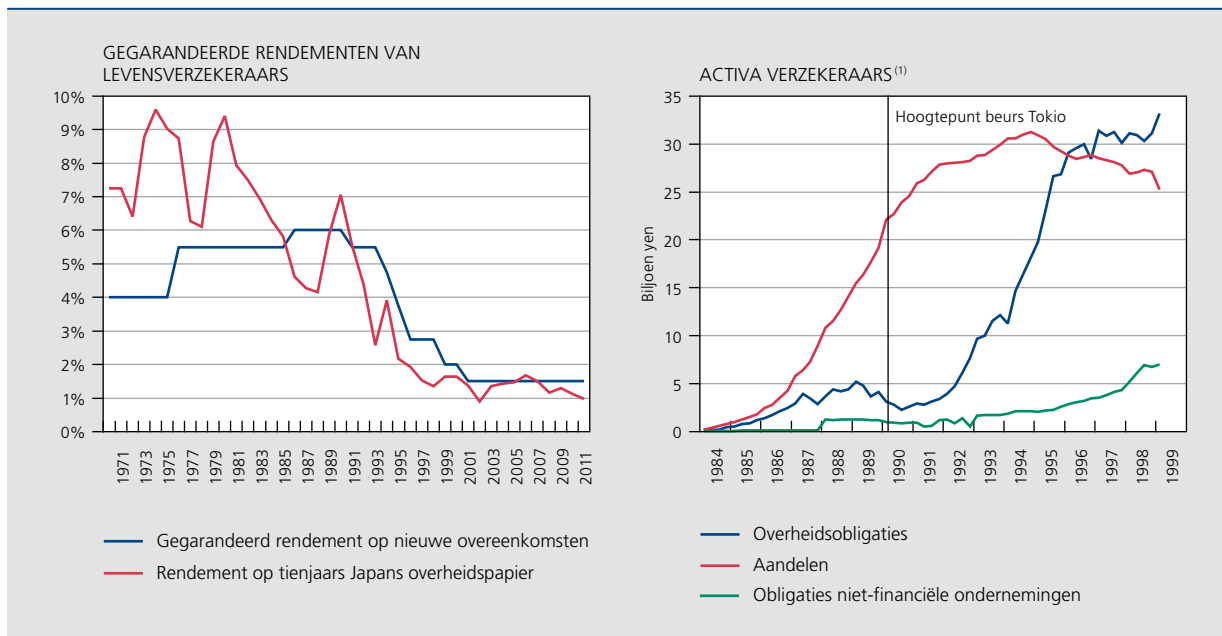
(1) In boekhoudkundige termen hoeft de waardering van sommige balansposten van levensverzekeraars en pensioenfondsen niet noodzakelijkerwijs te veranderen. Onder Solvency I wordt het effect van lagere rentes op de actuele waarde van de passiva bijvoorbeeld niet in aanmerking genomen voor de berekening van de solvabiliteitsmarge. Solvency II zou dit verhelpen (zie ook NBB, 2013).

Anders gezegd, indien de rente persistent laag blijft, zal de bewuste instelling op de vervaldag van de schuldtitels de middelen opnieuw moeten beleggen tegen een lagere rente (NBB (2013) licht de omvang van dit fenomeen in België toe). De grotere stijging van de passiva tast aldus het eigen vermogen aan. Indien de gegarandeerde rendementen moeten worden gehonoreerd, kunnen de solvabiliteit en de financiële stabiliteit op die manier in het gedrang komen. Deze vereenvoudigde voorstelling is uiteraard onvolledig aangezien ze geen rekening houdt met de vele complexiteiten die kenmerkend zijn voor de sector. Verzekeraars en pensioenfondsen kunnen bijvoorbeeld hun renterisico eveneens indekken via derivaten, terwijl ook verschuivingen in de productmix – met name door minder producten met gegarandeerde rendementen aan te bieden – de weerslag van een dalende rente kunnen helpen dragen.

Het is niet uitgesloten dat levensverzekeraars en pensioenfondsen die worden geconfronteerd met een dalende risicoloze rente en relatief hoge gegarandeerde rendementen, op zoek gaan naar hogere rentende activa. Dit is bijvoorbeeld mogelijk door te beleggen in risicovollere instrumenten (BIB, 2011). De ervaring van levensverzekeraars in Japan tijdens de jaren negentig leert dat, als reactie op de fors gedaalde risicoloze rente, een zekere search for yield bij verzekeraars niet denkbeeldig is. Vóór het uiteenspatten van de zeepbel op de Japanse beurs kenden Japanse levensverzekeraars hun polishouders relatief hoge gegarandeerde rendementen toe, ondanks een ten opzichte van de vroege jaren tachtig gedaalde lange rente op overheidspapier.

Tijdens de boomerperiode aan het einde van de jaren tachtig kochten Japanse levensverzekeraars dan ook hoofdzakelijk aandelen die tijdens de beursbuis hoge rendementen opleverden. Na het uiteenspatten van de zeepbel op de beurs wijzigden ze hun beleggingsstrategie en gingen ze steeds meer in als veilig gepercipieerd Japans overheidspapier beleggen. Toch bleek deze strategie op termijn niet houdbaar. Vanwege de voortdurende groeivertraging en het accommoderend monetair beleid daalde de rente op langerlopend overheidspapier immers onder het niveau van de gegarandeerde rendementen op nieuwe overeenkomsten. Deze rendementen werden slechts zeer geleidelijk neerwaarts bijgesteld. Bovendien was de mogelijkheid om rendementsgaranties voor bestaande overeenkomsten neerwaarts bij te stellen, wettelijk beperkt (BIB, 2011).

Grafiek 7 toont aan dat, terwijl de risicoloze rente daalde, de Japanse levensverzekeraars in beperkte – zij het toch toenemende – mate gingen investeren in typisch hoog-rentende, maar ook risicovollere bedrijfsobligaties, een



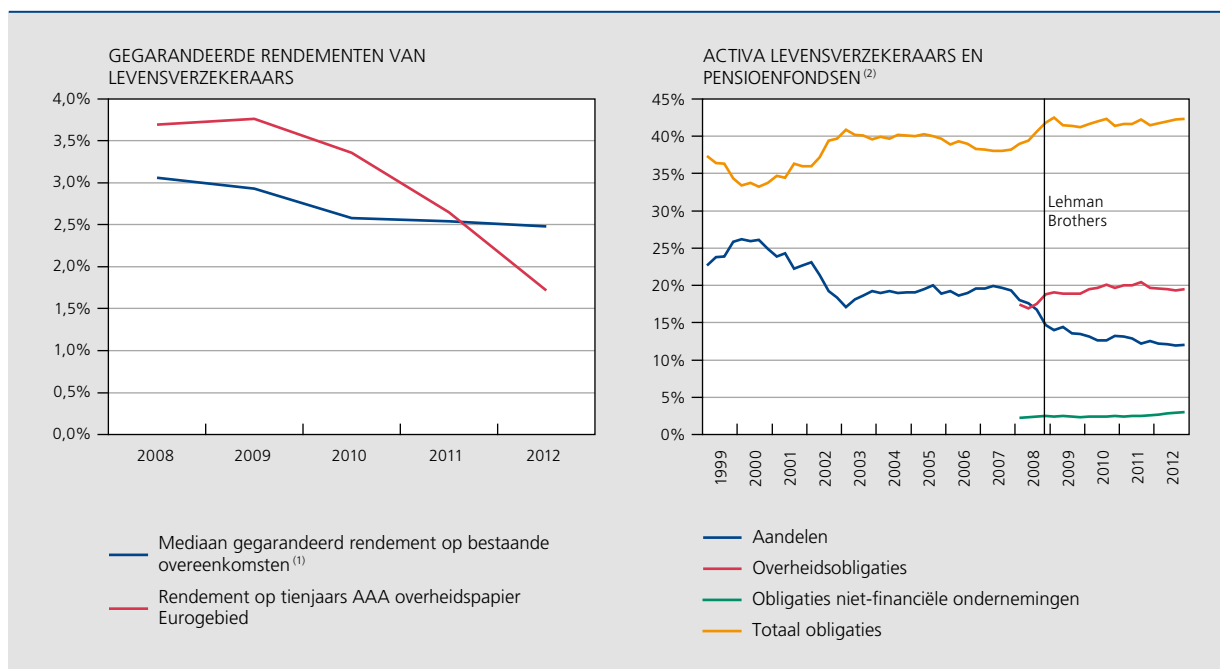
Bronnen : Swiss Re, Bank of Japan, Federal Reserve Bank of Saint-Louis.
 (1) Op kwartaalbasis gecumuleerde transacties.

activaklasse waar ze tevoren geen belangstelling voor hadden. Toch is een dergelijke strategie niet noodzakelijkerwijs bevorderlijk voor de financiële stabiliteit. Activaklassen waar, ondanks de hogere verwachte rendementen, ook een zwaarder kredietrisico aan verbonden is, kunnen door eventuele wanbetalingen tot aanzienlijke verliezen leiden en aldus, op hun beurt, de financiële stabiliteit van de levensverzekeraars in het gedrang brengen. Mede als gevolg van de onhoudbare gegarandeerde rendementen en een ontoereikend activa- en passivabeheer zijn heel wat Japanse levensverzekeraars aan het einde van de jaren negentig en het begin van de 21ste eeuw dan ook over de kop gegaan (BIB, 2011).

Het is dan ook de vraag in welke mate er vandaag vergelijkbare risico's bestaan in andere geavanceerde economieën waar de rente de afgelopen jaren eveneens sterk is gedaald. Op Europees niveau blijkt dat het gemiddeld gegarandeerd rendement op uitstaande contracten van levensverzekeraars, hoewel het sinds 2008 terugloopt, in een aantal Europese landen (inclusief Zwitserland) recentelijk ietwat boven de risicoloze rente noteert. Wat de recente beleggingsstrategie van deze sector in het eurogebied betreft, zijn er blijkbaar enkele parallellen met de Japanse situatie tijdens de jaren negentig. Ook daar daalden, na het faillissement van Lehman Brothers, de aandeelbeleggingen aanzienlijk

in waarde; er wordt ook meer belegd in obligaties die een vast rendement beloven. Sedert eind 2008 noteert zowel het aandeel van overheidsobligaties als dat van obligaties van niet-financiële bedrijven hoger. Net zoals in Japan heeft het aandeel van de typisch risicovollere obligaties van niet-financiële bedrijven inmiddels ietwat meer plaats ingenomen in de beleggingsportefeuille van levensverzekeraars en pensioenfondsen. Het portefeuilleaandeel van de obligaties aan niet-financiële ondernemingen blijft vooralsnog weliswaar klein, maar vanaf begin 2011, toen de risicoloze rente sterk daalde, neemt het toe. Er zij bovendien opgemerkt dat de indirecte blootstelling aan de verschillende beleggingsproducten via investeringsfondsen, die eveneens een ruim aandeel van de activa van verzekeraars en pensioenfondsen uitmaken, hier niet in aanmerking wordt genomen. De indirecte blootstelling aan obligaties via die instrumenten zou naar raming zowat 11% van de totale activa bedragen (ECB, 2010).

Het is uiteindelijk niet altijd eenvoudig om op basis van de financiële rekeningen uitspraak te doen over de mate waarin de lagerenteomgeving de sector van levensverzekeraars en pensioenfondsen voor uitdagingen plaatst. Toch zijn er nog andere aanwijzingen dat in deze sector een search for yield waarneembaar is. Het IMF (2013b) stelt bijvoorbeeld vast dat de risicotolerantie van Amerikaanse pensioenfondsen en verzekeraars



Bronnen: ECB, EIOPA.

(1) Data voor een staal van verzekeraars in de EU en Zwitserland.

(2) In % van de totale activa. Waarderings-effecten – en niet louter financiële transacties – beïnvloeden de getoonde aandelen.

toeneemt naarmate hun financiële soliditeit afneemt. Antolin et al. (2011) geven aan dat pensioenfondsen hun activa steeds meer beleggen in bijvoorbeeld opkomende economieën, hedge funds en private equity fondsen. De huidige stand van de risicoloze rente impliceert dus een uitdaging voor de sector van levensverzekeraars en pensioenfondsen en kan deze ertoe aanzetten risicovoller te gaan beleggen teneinde op die manier alsnog hogere rendementen te behalen. Dit impliceert echter risico's voor de financiële stabiliteit op kortere of middellange termijn; de toezichthouders worden er dan ook toe geroepen waakzaam te zijn en de sector zelf wordt aangemaand tot voorzichtigheid (EIOPA, 2013; NBB, 2013).

5.2 Een plots sterk stijgende rente

Niet enkel de rente die geruime tijd laag blijft, maar ook een plotse sterke stijging ervan vormt een mogelijke bedreiging voor de financiële en macro-economische stabiliteit. Daarom wordt eerst kort stilgestaan bij de implicaties van een sterk stijgende rente voor financiële instellingen. Vervolgens wordt dieper ingegaan op een historische periode van fors stijgende rentes – de sterke rentestijgingen op de obligatiemarkten van tal van geavanceerde economieën na de verkrapping van het Amerikaans monetair beleid

begin 1994 – en op de vraag welke lessen daar kunnen worden uit getrokken om de situatie vandaag beter te begrijpen.

Aan de activazijde zorgt een stijgende rente, enerzijds, voor hogere rente-inkomsten op nieuwe kredieten. Anderzijds leidt ze ook tot een waardeverlies voor vastrentende activa, een verlies dat groter is naarmate de looptijd van de activa langer is. Dit waardeverlies zal weliswaar pas tot uiting komen op het ogenblik dat de activa tegen de lagere notering worden verkocht. Zolang de activa tot op de vervaldag worden aangehouden, wordt geen verlies geboekt. Aan de passivazijde brengt een stijgende rente voornamelijk hogere financieringskosten met zich. Dit effect manifesteert zich uiteraard sneller naarmate de financiering meer tegen een variabele rente of op kortere termijn gebeurt.

De totale impact van een snelle rentestijging op een financiële instelling is een samenspel van verschillende factoren. Om te beginnen, is de relatieve looptijd van de activa ten opzichte van de passiva belangrijk. In tegenstelling tot wat het geval is bij de voornoemde levensverzekeraars en pensioenfondsen, hebben de passiva van banken typisch een kortere looptijd dan hun activa. Dit impliceert dat een rentestijging de actuele waarde van de activa – althans in een marked-to-market benadering – sterker doet

dalen dan die van de passiva, waardoor de rentabiliteit onder druk komt te staan. Daarnaast is de impact van een rentestijging ook afhankelijk van de relatieve stijging van de korte versus lange rente. Aangezien banken aan looptijdtransformatie doen, zullen zij relatief minder winst boeken naarmate de korte rente fors stijgt dan de lange rente.

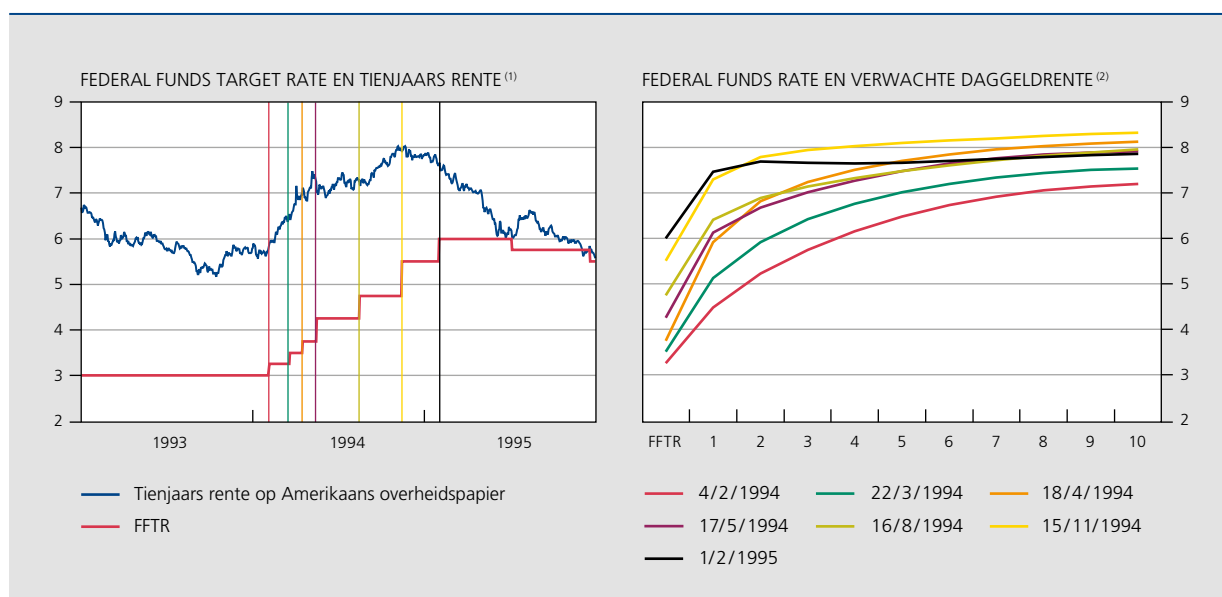
Voorts is wellicht het waarom van de rentestijging belangrijk voor het uiteindelijk effect op de rentabiliteit van de financiële instellingen. Een door een aantrekkende vraag ingegeven verscherping van de monetairbeleidskoers hoeft niet noodzakelijkerwijs de winstgevendheid van de banken onder druk te zetten. Door een levendiger vraag kunnen banken immers meer nieuwe kredieten verstrekken, terwijl het negatieve effect van een hogere rente op de afbetalingslast van kredietnemers niet noodzakelijkerwijs tot meer wanbetalingen op kredieten zal leiden (IMF, 2013b). De inkomens van kredietnemers stijgen immers als gevolg van de verbeterde economische bedrijvigheid. Een rentestijging die daarentegen ingegeven is door een negatieve aanbodschok die de inflatie en de inflatieverwachtingen doet stijgen, maar de economische bedrijvigheid doet dalen, zet de winstgevendheid van banken eerder onder druk. Door de vertragende economische bedrijvigheid zullen er immers minder nieuwe kredieten worden verleend en stijgt het risico dat de uitstaande kredieten niet worden terugbetaald.

De onrust op de obligatiemarkten in 1994 en het monetair beleid

Tegen de achtergrond van de volatiele obligatiemarkten in de eerste helft van 2013 rijst de vraag in welke mate momenteel het risico bestaat dat de rente sterk gaat aantrekken. Daarbij wordt vaak verwezen naar de periode van forse rentestijgingen in de Verenigde Staten in 1994 naar aanleiding van de toenmalige forse verkrapping van de Amerikaanse monetairbeleidskoers. Bovendien breidde de stijging van de Amerikaanse risicoloze rente zich snel uit naar andere geavanceerde economieën, met aanzienlijke dalingen van de mondiale obligatiekoersen tot gevolg. Het is dan ook nuttig om het monetair beleid en de macro-economische context van vandaag te vergelijken met de situatie in 1994.

Tussen februari 1994 en februari 1995 trok het Federal Open Market Committee (FOMC), het beleidsorgaan van de Federal Reserve, de beleidsrente op van 3 % tot 6 %. Ondertussen steeg de rente op Amerikaans tienjaars overheidspapier in het najaar van 1994 van zowat 5,7 % tot meer dan 8 %. In de herfst van 1995 liep ze vervolgens weer terug tot onder de 6 %. Grafiek 9 toont, voor elke dag met een renteverhoging in de bewuste periode, de op dat ogenblik geldende beleidsrente en het door de rendementen op Amerikaans overheidspapier geïmpliceerde verwachte peil van de risicoloze rente voor een heel korte

GRAFIEK 9 DE ABRUPTE STIJGING VAN DE RENTE IN DE VS IN 1994



Bronnen: Thomson Reuters Datastream, Gürkaynak et al. (2006).

(1) De grafiek geeft het streefdoel weer voor de federal funds rate (Federal Funds Target Rate, FFTR). De verticale lijnen duiden de data aan waarvoor in de rechtergrafiek een (verwachte) rentecurve is weergegeven.

(2) De grafiek geeft, voor elke vermelde datum, het op die dag geldende streefdoel voor de federal funds rate, alsook de uit de rendementscurve van Amerikaans overheidspapier afgeleide impliciete daggeldrente die wordt verwacht binnen één tot tien jaar na de vermelde datum.

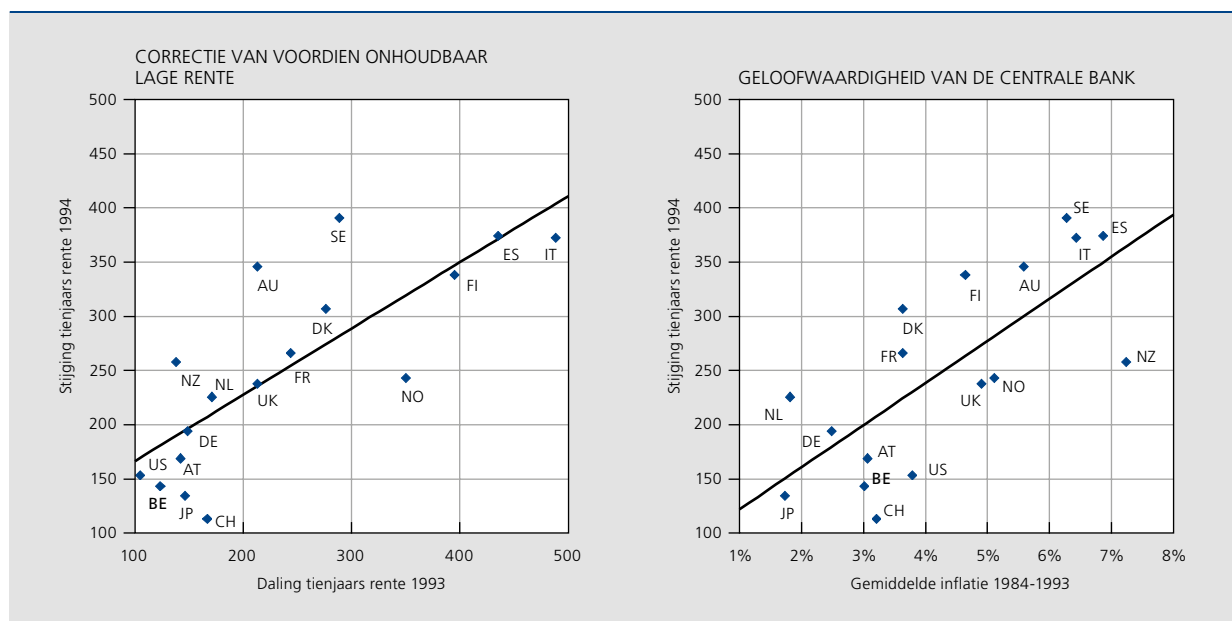
periode tijdens de volgende tien jaar. Op die manier wordt een beeld verkregen van het verwachte pad van de daggeldrente tijdens de volgende tien jaar (Gürkaynak et al., 2006). Hieruit blijkt dat de opeenvolgende verhogingen van de beleidsrente door het FOMC de marktpartijen ertoe hebben aangezet het verwachte rentepad min of meer parallel opwaarts te herzien en aldus een hogere tienjaars rente in te prijzen. Aan het einde van de opwaartse rentecyclus ging de lange rente opnieuw dalen doordat het rentepad neerwaarts werd herzien. Afgezien van de sterke stijging van de lange rente, bleven de gevolgen van deze verkrapping voor de financiële markten vrij beperkt. Initieel liepen de aandelenprijzen immers terug, maar vanaf de zomer van 1994, toen zowel de werkloosheid als de inflatie verder zakte, herstelden ze zich (Goldman Sachs, 2013).

Om de agressieve renteverhogingen van het FOMC beter te begrijpen, is het nuttig dieper in te gaan op de economische context tijdens deze periode. De beleidsrente lag reeds vanaf september 1992 op 3%, een laag peil voor die tijd, terwijl de lange rente terugliep van ongeveer 8,5% aan het einde van de jaren tachtig tot 5,5% in 1993. Gelet op de aantrekkelijke economie vreesde het FOMC dan ook dat de inflatieverwachtingen opwaarts zouden worden beïnvloed – nadat in de jaren tachtig een desinflatiebeleid was gevoerd –, wat het FOMC ertoe aanzette de rente te verhogen (Goodfriend, 2010). Enkele FOMC-leden interpretererden de sterk stijgende langetermijnrente tijdens

de opwaartse cyclus dan ook als zijnde aangedreven door stijgende inflatieverwachtingen, wat op zijn beurt verdere renteverhogingen vereiste. Vandaar dat deze periode ook wel als een inflation scare wordt omschreven. Daarnaast blijkt uit de notulen van de vergaderingen van het FOMC dat de leden van dit Committee de forse rentedaling van de jaren voordien ongedaan trachtten te maken door agressieve en onverwachte renteverhogingen. De voorafgaande daling was volgens hen immers ook het gevolg van speculatieve beleggingen. Daarom was een verrassingselement in de renteverhogingen en de stijgende lange rente wellicht zelfs gewenst. De bewuste FOMC-leden bleken het bij het rechte eind te hebben: heel wat middels kortetermijnschulden gefinancierde beleggers waren actief in de markt voor Treasuries. Ze zagen zich dan ook verplicht hun posities versneld af te bouwen zodat de koersen sterk daalden en de lange rente aanzienlijk steeg (Turner, 2013).

De volatiliteit op de Amerikaanse markt leidde ook op de markten voor overheidspapier van andere geavanceerde economieën tot meer volatiliteit (Borio en McCauley, 1995; BIB, 1995). De stijging van de lange rente in een aantal landen kan grotendeels worden verklaard door, enerzijds, een correctie van de rentedaling in 1993 en, anderzijds, de mate waarin het monetair beleid geloofwaardigheid had opgebouwd. Naarmate de rentes in 1993 sterker daalden, bleek ook de daaropvolgende rentestijging in 1994 groter uit te vallen. Er zijn inderdaad aanwijzingen (BIB, 1995) dat de obligatiemarkten in een aantal

GRAFIEK 10 VERKLARINGEN VOOR DE INTERNATIONALE STIJGING VAN DE LANGETERMIJNRENTES IN 1994
(in basispunten, tenzij anders vermeld)



Bronnen: Thomson Reuters Datastream.

landen aan het einde van 1993 overgewaardeerd waren. Daarnaast blijkt ook dat in de landen die in het verleden betere resultaten boekten op het vlak van prijsstabiliteit, de lange rente veel minder sterk steeg. Dit bewijst dat het monetair beleid in deze landen geloofwaardiger was en dat de inflatieverwachtingen voor de lange termijn er beter verankerd waren, waardoor een inflation scare beter kon worden afgewend.

De risicoloze lange rente is de afgelopen maanden in verschillende landen aanzienlijk gestegen in de nasleep van de verbeterde - vooral Amerikaanse - macro-economische vooruitzichten en naar aanleiding van de mededeling door bestuursleden van de Amerikaanse centrale bank dat het tempo waarin Amerikaans overheidspapier wordt aangekocht, vermoedelijk zal vertragen. Bij het afsluiten van dit artikel bleven de stijgingen, in vergelijking met 1994, niettemin nog beperkt. Kan een scenario zoals dat van 1994 zich vandaag herhalen? Vooreerst zij opgemerkt dat de geavanceerde economieën momenteel een lage inflatie hebben en onder hun capaciteit opereren, wat voor de nabije toekomst een plotse en aanzienlijke verscherping van de monetairbeleidskoers eerder onwaarschijnlijk maakt. Daarnaast zijn er – voor de lange rente relevante – aanzienlijke verschillen tussen de wijze van monetairbeleidsvoering in de VS in 1994 en de wijze van monetairbeleidsvoering door centrale banken in geavanceerde economieën vandaag.

Wat het kortere eind van de rendementscurve betreft (in dit artikel wordt daarmee een termijn van ongeveer vijf

jaar bedoeld), is de communicatiestrategie van de centrale banken de afgelopen decennia fundamenteel gewijzigd. Een sprekend bewijs daarvan is het feit dat het FOMC voor het eerst na de vergadering van februari 1994 haar rentebeslissing toelichtte. Voorheen dienden de marktpartijen de monetairbeleidskoers af te leiden uit de openmarkttransacties van de centrale bank. Vandaag beschikken centrale banken over een breed scala aan communicatiemiddelen (persberichten, persconferenties, notulen van vergaderingen, ...) die marktpartijen helpen het denken van de centrale bank te begrijpen. Bovendien wordt niet enkel gecommuniceerd over de huidige monetairbeleidskoers, maar wordt ook meer of minder expliciet een beeld geschetst over het toekomstige beleid. Sommige centrale banken (bv. Sveriges Riksbank, Norges Bank) kiezen er reeds geruime tijd voor hun eigen verwachting ten aanzien van het toekomstige rentepad te publiceren. Andere zoals de Fed, en meer recentelijk ook de ECB en de Bank of England, hebben ervoor geopteerd om, zonder evenwel een concreet rentepad te publiceren, aan te geven dat ze verwachten dat de beleidsrente voor geruime tijd laag zal blijven. Met zijn beleid van forward guidance, dat gebaseerd is op macro-economische kerncijfers (werkloosheid en inflatievooruitzichten), stuurt het FOMC vandaag expliciet het korte eind van de rentecurve. Dit staat in schril contrast met het vrijwel niet-bestaan van communicatie over de monetairbeleidskoers medio jaren negentig. Kader 2 bevat een toelichting bij het forward guidance-beleid van de ECB dat haar heeft geholpen om met name spill-overeffecten van de stijgende Amerikaanse rentes op haar monetairbeleidskoers te beperken.

Kader 2 – Forward guidance en de ECB

De financiële crisis heeft er de centrale banken wereldwijd toe aangezet een uiterst accommoderend monetair beleid te voeren. Daartoe hebben de centrale banken niet alleen tot klassieke verlagingen van de beleidsrentes besloten, maar hebben zij ook heel wat niet-conventionele maatregelen genomen, bijvoorbeeld forward guidance. Hoewel sommige centrale banken reeds vóór de financiële crisis in meer of minder duidelijke bewoordingen communiceerden over hun toekomstig rentepad, schakelden een aantal onder hen tijdens de crisis over op forward guidance inzake hun verwachtingen ten aanzien van hun toekomstig rentepad. Dat is bijvoorbeeld het geval voor de Federal Reserve en, sinds augustus 2013, voor de Bank of England.

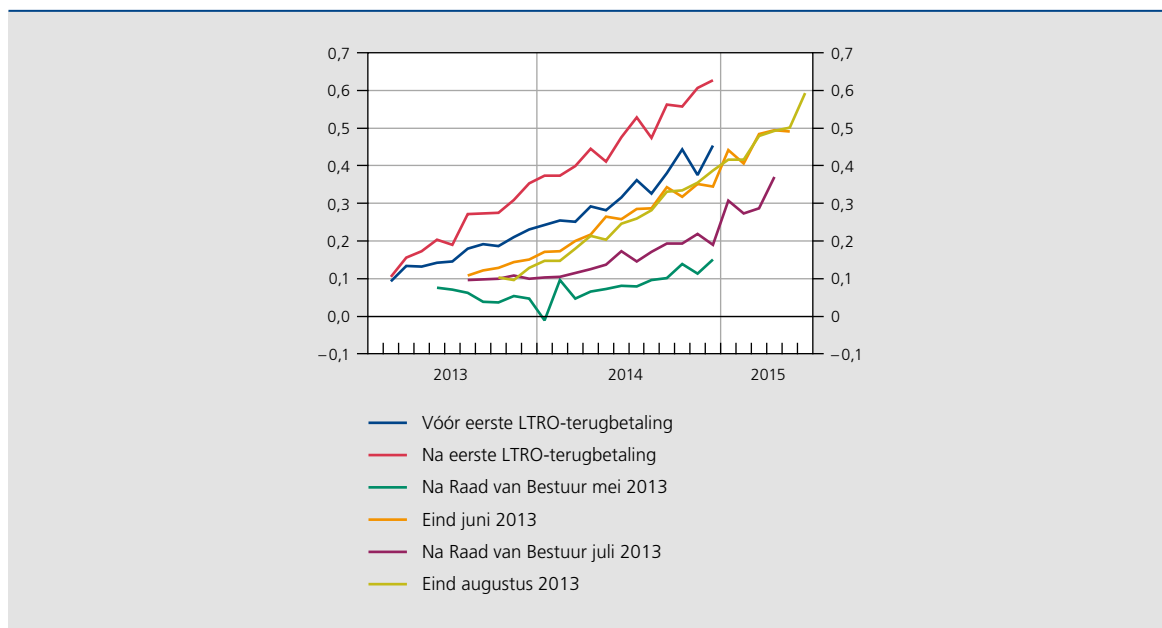
Ook de ECB is in juli 2013 meer expliciet over haar toekomstig rentebeleid beginnen te communiceren. Reeds sinds de start van EMU houdt de voorzitter een persconferentie na afloop van de vergadering van de Raad van Bestuur. Bovendien publiceert de ECB reeds geruime tijd de driemaandelijkse macro-economische projecties van haar medewerkers. Op die manier konden waarnemers zich reeds indirect een beeld vormen van hoe het toekomstig rentebeleid van de ECB, op basis van haar economische vooruitzichten, eruit zou zien. Toch heeft voorzitter Draghi naar aanleiding van de vergadering van de Raad van Bestuur van begin juli 2013 voor het eerst expliciet vermeld dat de beleidsrentetarieven van de ECB naar verwachting gedurende een langere periode op het huidige of op een



lager niveau zullen gehandhaafd blijven. Deze verwachting is gebaseerd op de algemeen gematigde vooruitzichten voor de inflatie, ook op middellange termijn, gezien de zwakte van de reële economie en de gematigde monetaire dynamiek.

VERWACHTINGEN DAGGELDRENTE

(forward eonia swaps, driedaags gemiddelde)



Bron: Bloomberg.

Hoewel de Raad van Bestuur van de ECB voorheen niet dermate expliciet communiceerde over de toekomstige monetairbeleidskoers, is deze communicatie op zich toch geen volledig nieuw verschijnsel. Eind januari 2013 impliceerden de eerste – groter dan verwachte – terugbetalingen van de driejaars herfinancieringsoperaties op lange termijn een opwaartse verschuiving van het verwachte verloop van de daggeldrente Eonia. Verdere omvangrijke terugbetalingen zouden immers het toen nog erg grote liquiditeitsoverschot hebben doen verkleinen en zodoende een opwaarts effect hebben gesorteerd op de daggeldrente. Begin februari deelde voorzitter Draghi evenwel mee dat een dergelijke stijging van de daggeldrente niet noodzakelijkerwijs in overeenstemming was met een op prijsstabiliteit gericht beleid. Daarom werd duidelijk te kennen gegeven dat de voorwaarden op de geldmarkt en de impact ervan op de monetairbeleidskoers nauwlettend zouden worden gevolgd en dat het monetair beleid accommoderend zou blijven, een boodschap die in de daaropvolgende maanden zou worden herhaald.

In mei 2013 oordeelde de Raad van Bestuur van de ECB dat het, gelet op de economische vooruitzichten, passend was het monetair beleid verder te versoepelen. Zo verlaagde hij de rente op basisherfinancieringstransacties met 25 basispunten tot 0,5 % en die op de marginale beleningsfaciliteit met 50 basispunten tot 1 %, terwijl de rente op de depositofaciliteit onveranderd bleef op 0 %. In het licht van de communicatie daaromtrent, achtten marktdeelnemers een negatieve rente op de depositofaciliteit in de toekomst evenwel niet uitgesloten, wat de verwachtingen ten aanzien van de toekomstige daggeldrente fors deed dalen.



Vanwege een verder krimpend liquiditeitsoverschot en een zekere spillover van de stijgende rendementen op Amerikaans overheidspapier, gingen de verwachtingen ten aanzien van de toekomstige daggeldrente er in juni evenwel opnieuw op vooruit. Daarom communiceerde de Raad van Bestuur in juli 2013 dan ook expliciet over zijn verwachte toekomstige basisrentetarieven en liet hij er geen twijfel over bestaan dat deze naar verwachting gedurende een langere periode op het huidige of op een lager niveau zullen blijven. Deze formulering houdt ook in dat de ECB niet uitsluit dat de basisrentetarieven nog kunnen worden verlaagd, en dat de ondergrens bijgevolg nog niet bereikt is. Onmiddellijk na deze communicatie zijn de verwachtingen ten aanzien van de toekomstige daggeldrente dan ook gedaald. Nadien zijn de renteverwachtingen opnieuw gestegen in het licht van betere macro-economische cijfers. Het is echter waarschijnlijk dat zonder forward guidance de renteverwachtingen vandaag hoger zouden zijn.

Deze gewijzigde communicatiestrategie beoogt voornamelijk de reactiefunctie van de centrale bank te verduidelijken. Stijgingen van de daggeldrente als gevolg van terugbetalingen van liquiditeiten door tegenpartijen zijn immers niet noodzakelijkerwijs in overeenstemming met een op prijsstabiliteit gericht monetair beleid, aangezien verbeteringen in de financieringssituatie van banken niet per se gepaard gaan met verbeterde vooruitzichten voor de prijsstabiliteit. Forward guidance helpt de Raad van Bestuur van de ECB dan ook de verwachtingen ten aanzien van de toekomstige rente beter te sturen teneinde de monetairbeleidskoers af te stemmen op de vooruitzichten inzake prijsstabiliteit in het eurogebied.

Voor het langere eind van de rendementscurve (in dit artikel betekent dit vanaf een horizon van ongeveer vijf jaar) maakt de verankering van de inflatieverwachtingen een belangrijk verschil. In 1994 lag de periode van ontsprekende inflatie en de daaropvolgende pijnlijke desinflatie nog vers in het geheugen. Bovendien hadden de meeste centrale banken geen kwantitatieve inflatiedoelstelling. Dit betekende dat het FOMC zijn geloofwaardigheid nog enigszins moest verwerven via doortastende beleidsmaatregelen. Vandaag zijn de inflatieverwachtingen in de geavanceerde economieën blijkbaar steviger verankerd, mede dankzij een kwantitatieve inflatiedoelstelling (Beechey et al., 2011; Gurkaynak et al., 2010). Het langere eind van de rendementscurve zou hierdoor stabiel moeten zijn, zodat renteverhogingen als gevolg van stijgende inflatieverwachtingen voor de lange termijn wellicht minder waarschijnlijk zijn.

Momenteel zijn verschillende centrale banken belangrijke spelers op de markt voor langetermijnactiva, dit vanwege de omvangrijke aankopen die ze er verrichten. Dit staat in schril contrast met de periode omstreeks medio jaren negentig toen centrale banken niet de intentie hadden de lange rente actief te beïnvloeden. Het is a priori niet duidelijk of die actieve rol van centrale banken impliceert of de lange rente al dan niet gevoeliger is voor sterke schommelingen. Enerzijds zorgen de aankopen ervoor dat de in de lange rente vervatte risicopremies verkleinen,

wat betekent dat de rente fors kan gaan stijgen wanneer de centrale bank de aankopen beëindigt. Dit was ook het geval in mei 2013 toen de Federal Reserve liet uitschijnen dat zij haar aankopen van schuldtitels eventueel zou afbouwen naarmate de economische vooruitzichten verbeterden. Anderzijds kan de centrale bank, zoals voorzitter Bernanke (2013b) recentelijk heeft gesteld, ongewenste effecten op de rente proberen te vermijden door die aankopen actief te moduleren. Ook dat was het geval toen de Federal Reserve in juli 2013 meer duidelijkheid verschafte over haar bezorgdheid omtrent de recente volatiliteit op de obligatiemarkten. Beide vaststellingen suggereren niettemin dat de afschaffing van niet-conventionele maatregelen een uitdaging betekent voor de centrale banken, in het bijzonder indien zij inmiddels een actief deelnemer in bepaalde marktsegmenten zijn geworden.

Bovendien zijn een aantal in de lange rente vervatte risicopremies momenteel wellicht kleiner dan in 1994 vanwege factoren die losstaan van het monetair beleid, bijvoorbeeld de grote vraag naar veilige en liquide activa. Een plots dalende vraag naar safe-haven activa impliceert dus een opwaarts risico voor de lange rente. Voorts blijkt ook de samenstelling van de populatie investeerders in langerlopend papier een belangrijke rol te spelen in het risico op plotse gedwongen verkopen, zoals dat in 1994 kennelijk het geval was (Goldman Sachs, 2013).

Conclusies

Ter afronding van dit artikel kunnen een aantal bedenkingen en beleidsimplicaties worden geformuleerd. De risicoloze rente is vandaag laag vanwege de macro-economische context die wordt gekenmerkt door de verwachting van een lage en stabiele inflatie en een – in vergelijking met het begin van het huidige millennium – neerwaarts bijgestelde potentiële groei. Dit impliceert een lagere evenwichtsrente die de centrale bank als maatstaf gebruikt om haar monetairbeleidskoers te bepalen – en voor haar een gegeven is –, terwijl de verwachting van een lagere toekomstige reële groei eveneens weegt op de verwachting ten aanzien van de rente op langere termijn. Indien de verwachting van een lagere toekomstige potentiële groei – zoals die ook blijkt uit de vooruitzichten van bijvoorbeeld het IMF⁽¹⁾ – bewaarheid wordt, zullen investeerders in de toekomst hoe dan ook met lagere reële rendementen worden geconfronteerd, zelfs indien de huidige zeer accommoderende monetairbeleidskoers buiten beschouwing wordt gelaten.

De aanhoudende economische tegenwind waardoor de geavanceerde economieën reeds enkele jaren worden geplaagd, heeft centrale banken in heel wat jurisdicties ertoe aangezet een zeer soepel beleid te voeren dat via diverse kanalen neerwaartse druk uitoefent op de korte en de lange rente. Het is evenwel zo – enigszins paradoxaal – dat een dergelijk beleid de beste voorwaarden creëert om op middellange termijn opnieuw aan te knopen bij hogere rentetarieven. Zoals bijvoorbeeld ook Bernanke (2013a) argumenteert, is het precies door de rente vandaag laag te houden dat de economie zich kan herstellen en dat de rente in de toekomst opnieuw kan stijgen. Met andere woorden, een te hoge rente vandaag zou de groei beknotten en potentieel deflatoire gevolgen hebben, wat op zijn beurt neerwaartse druk zou uitoefenen op de rente op langere termijn. Enkel in een duurzaam sterk groeiende economie kunnen investeerders een positief reëel rendement genieten.

De lagerenteomgeving impliceert, zoals vermeld, evenwel ook risico's voor de financiële stabiliteit. Tegenover dergelijke risico's, die wellicht in specifieke sectoren

geconcentreerd zijn, is een adequaat en gericht prudentieel beleid wenselijk. Dit beleid moet het op zijn beurt mogelijk maken dat de monetaire autoriteiten een passend monetair beleid kunnen voeren en het dient tevens te vermijden dat deze autoriteiten zouden worden verhinderd dat beleid te voeren als gevolg van bezorgdheid over eventuele negatieve gevolgen ervan voor de financiële stabiliteit (IMF, 2013b).

Tegen de achtergrond van de aanhoudend lage rente lijkt een gepaste monitoring van het renterisico door de prudentiële autoriteiten belangrijk. In dat verband kan worden verwezen naar het meest recente Financial Stability Review van de Bank (NBB, 2013) dat de verzekeringssector in deze context tot voorzichtigheid aanmaant, alsook naar het voorstel van de Bank van oktober 2012 om, in het licht van de dalende risicoloze rente, de maximale referentierente voor langlopende levensverzekeringsovereenkomsten te beperken tot 2%. Aangezien dit voorstel niet in de praktijk werd omgezet, heeft de Bank erop gewezen dat zij er via haar prudentieel beleid zal op toezien dat iedere verzekeringsonderneming een rente toepast die verenigbaar is met haar risico's en kosten.

Een laatste beschouwing is dat de centrale banken – meer nog dan wat in het recente verleden het geval is geweest – zeer zorgvuldig zullen moeten communiceren, in het bijzonder wanneer een exit uit het huidige, zeer accommoderende beleid wordt overwogen. Dit wordt bevestigd door de recente volatiliteit op de obligatiemarkten die is ingegeven door met name de perceptie van marktdeelnemers dat de aankopen van schuldpapier door de Federal Reserve vervroegd kunnen worden beëindigd of trager zullen plaatshebben. Voorts kan een geloofwaardige communicatie vanwege de centrale bank, bijvoorbeeld de indicaties die de Raad van Bestuur van de ECB sedert juli 2013 geeft over het toekomstig rentebeleid, ertoe bijdragen ongewenste rentebewegingen in te dijken.

(1) De vijfjaars vooruit groeiprojecties van het IMF, zoals gepubliceerd in het voorjaar van 2008 (IMF, 2008), maken gewag van een groei van 3,2 en 2,4 % voor, respectievelijk, de Verenigde Staten en het eurogebied. De in april 2013 gepubliceerde overeenstemmende voorspellingen zijn neerwaarts bijgesteld tot, respectievelijk, 2,9 en 1,6 % (IMF, 2013a).

Bibliografie

- Antolin P., S. Schich en J. Yermo (2011), 'The economic impact of protracted low interest rates on pension funds and insurance companies', *OECD Journal: Financial Markets Trends*, 15(1), 237-256.
- Apel M. en C. Claussen (2012), *Monetary policy, interest rates and risk-taking*, Sveriges Riksbank Economic Review.
- Bank of England (2012), *The distributional effects of asset purchases*, July.
- Bauer M. en G. Rudebusch (2011), *The signaling channel for Federal Reserve bond purchases*, Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper 21.
- Bauer M. (2012), *Fed asset buying and private borrowing rates*, Federal Reserve Bank of San Francisco, Economic Letter 2012-16.
- Baumeister C. en L. Benati (2013), 'Unconventional monetary policy and the great recession: Estimating the macroeconomic effects of a spread compression at the zero lower bound', *International Journal of Central Banking*, 9(2), 165-212.
- Beechey M., B. Johannsen en A. Levin (2011), 'Are long-run inflation expectations anchored more firmly in the euro area than in the United States?', *The American Economic Journal: Macroeconomics*, 3(2), 104-129.
- Bernanke B. (2005), *The global saving glut and the U.S. current account deficit*, Remarks by Governor, Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, 10 maart.
- Bernanke B. (2013a), *Long-term interest rates*, Lecture at the annual monetary/macroeconomic conference: The past and future of monetary policy, sponsored by the Federal Reserve Bank of San Francisco, San Francisco, California, 1 maart.
- Bernanke B. (2013b), *Semiannual monetary policy report to the Congress before the Committee on Financial Services*, U.S. House of Representatives, Washington D.C., 17 juli.
- BIB (1995), *Annual Report*.
- BIB (2011), 'Fixed income strategies of insurance companies and pension funds', *CGFS Publications*, 44.
- Borio C. en R. N. McCauley (1995), *The anatomy of the bond market turbulence of 1994*, BIS, Working Paper 32.
- Caballero R., T. Hoshi en A. Kashyap (2008), 'Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan', *The American Economic Review*, 98(5), 1943-1977.
- Christensen J. en G. Rudebusch (2013), *Estimating shadow-rate term structure models with near-zero yields*, Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper 2013-07.
- Chung H., J.-P. Laforte, D. Reifschneider en J. C. Williams (2011), 'Estimating the macroeconomic effects of the Fed's asset purchases', Federal Reserve Bank of San Francisco, *FRBSF Economic Letter*, January.
- Clarida R., J. Gali en M. Gertler (1999), 'The science of monetary policy: A new keynesian perspective', *Journal of Economic Literature*, 37(4), 1661-1707.
- D'Amico S. en T. King (2010), *Flow and stock effects of large-scale treasury purchases*, Federal Reserve Board, Finance and Economics Discussion Series, 2010-52.
- ECB (2003), *Persbericht over de monetaire-beleidsstrategie van de ECB*, 8 mei.

- ECB (2010), 'The euro area insurance sector', *Financial Stability Review*, 111-124, June.
- EIOPA (2013), *Supervisory response to a prolonged low interest rate environment*, 28 February.
- Ejsing J., M. Grothe en O. Grothe (2012), *Liquidity and credit risk premia in government bond yields*, ECB, Working Paper 1440.
- Fawley B. en C. Neely (2013), 'Four stories of quantitative easing', *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, February/January issue, 51-88.
- Fisher I. (1933), 'The debt-deflation theory of great depressions', *Econometrica*, 1(4), 337-57.
- Gagnon J., M. Raskin, J. Remache en B. Sack (2011), 'The financial market effects of the Federal Reserve's large-scale asset purchases', *International Journal of Central Banking*, 7(1), 3-43.
- Gardes F. en P. Levy (1994), 'Taux d'intérêt et prix: Paradoxe de Gibson ou phénomène de Kitchin?', *Revue Française d'Économie, Programme National Persée*, 9(3), 157-197.
- Goldman Sachs (2013), *A bond sell-off as damaging as 1994? Not likely*, Global Economics Weekly, 13/15, April.
- Goodfriend M. (2010), 'Policy debates at the FOMC: 1993-2002', paper prepared for the Federal Reserve Bank of Atlanta - Rutgers University conference *A return to Jekyll island: The origins, history, and future of the Federal Reserve*, 5-6 November.
- Greenspan A. (2005), *Federal Reserve Board's Semiannual Monetary Policy Report to the Congress, before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs*, U.S. Senate, 16 February.
- Gürkaynak R., B. Sack en J. H. Wright (2006), *The U.S. treasury yield curve: 1961 to the present*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics Discussion Series 2006-28.
- Gürkaynak R., A. Levin en E. Swanson (2010), 'Does inflation targeting anchor long-run inflation expectations?: Evidence from the US, UK, and Sweden', *Journal of the European Economic Association*, 8(6), 1208-1242.
- Hanson S. en J. C. Stein (2012), *Monetary policy and long-term real rates*, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.), Finance and Economics Discussion Series 2012-46.
- Homer S. en R. Sylla (1991), *A history of interest rates*, New Brunswick, NJ: Rutgers Univ. Press.
- Ilbas P., Ø. Røisland en T. Sveen (2013), *The influence of the Taylor rule on US monetary policy*, NBB, Working Paper 241.
- IMF (2008), *World Economic Outlook*, April.
- IMF (2012), *Global Financial Stability Report*, April.
- IMF (2013a), *World Economic outlook*, April.
- IMF (2013b), 'Do central bank policies since the crisis carry risks to financial stability?', *Global financial Stability Review*, Chapter 3, April.
- IMF (2013c), *Unconventional monetary policies: Recent experience and prospects*, April 18.
- Kim D. en K. Singleton (2012), 'Term structure models and the zero bound: An empirical investigation of Japanese yields', *Journal of Econometrics*, 170(1), 32-49.

- Krishnamurthy A. en A. Vissing-Jorgensen (2011), *The effects of quantitative easing on interest rates: channels and implications for policy*, The Brookings Institution, Economic Studies Program, Brookings Papers on Economic Activity, 43(2), 215-287.
- Leeper E. (1991), Equilibria under active and passive monetary and fiscal policies, *Journal of Monetary Economics*, 27(1), 129-147.
- Mishkin F. (2001), *From monetary targeting to inflation targeting: lessons from the industrialized countries*, The World Bank, Policy Research Working Paper 2684.
- NBB (2013), *Financial Stability Review*.
- Orphanides A. (2002), 'Monetary-Policy Rules and the Great Inflation', *The American Economic Review, Papers and Proceedings*, 92(2), 115-120.
- Peek J. en E. Rosengren (2005), 'Perverse incentives and the misallocation of credit in Japan', *The American Economic Review*, 95(4), 1144-1166.
- Rajan R. (2005), *Has financial development made the world riskier*, NBER, Working Paper 11728.
- Rosengren E. (2013), *Fulfilling the full employment mandate: Monetary policy & the labor market*, The Federal Reserve Bank of Boston's 57th Economic Conference, Boston, Massachusetts, 12 April.
- Sims C. (1994), 'A simple model for the determination of the price level and the interaction of monetary and fiscal policy', *Economic Theory*, 4(3), 381-399.
- Taylor J. (1993), *Discretion versus policy rules in practice*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39, 195-214.
- Turner P. (2011), *Is the long-term interest rate a policy victim, a policy variable or a policy lodestar?*, BIS, Working Paper 367.
- Turner P. (2013), *Benign neglect of the long-term interest rate*, BIS, Working Paper 403.
- Weber A., W. Lemke en A. Worms (2008), 'How useful is the concept of the natural real rate of interest for monetary policy?' *Cambridge Journal of Economics*, 32(1), 49- 63.
- White W. (2012), *Ultra-easy monetary policy and the law of unintended consequences*, Federal Reserve Bank of Dallas, Globalization and Monetary Policy Institute, Working Paper 126.
- Woodford M. (2001), 'The Taylor rule and optimal monetary policy', *The American Economic Review Paper and Proceedings*, 91(2), 232-237.
- Woodford M. (2003), *Interest and prices*, Princeton University Press.

Financiering van de ondernemingen in België: analyse op basis van de tabellen van middelen en bestedingen

Xavier Deville

Inleiding

Een onderneming kan voor de financiering van haar activiteit uit haar interne middelen putten, maar ze kan tevens een beroep doen op externe bronnen in de vorm van, met name, een kapitaalverhoging of een lening bij een kredietinstelling. De financiering van de ondernemingen, en meer bepaald van de kmo's, is een thema dat systematisch terugkeert in de actualiteit en in verschillende studies; de problematiek is nog scherper voelbaar sinds het losbarsten van de recente financiële crisis. Deze laatste heeft een zware impact gehad op de financiering van de ondernemingen, en ze heeft die trouwens nog steeds. Het is op die impact dat in dit artikel nader wordt ingegaan. De analyse is gespreid over een periode van twaalf jaar (van 2000 tot 2011) teneinde een zekere afstand te kunnen inbouwen bij de vergelijking met de periode vóór de crisis. Bovendien is deze tijdshorizon ook bedoeld om na te gaan wat de effecten zijn, op de financiering van de ondernemingen, van de in 2006 ingevoerde belastingaftrek voor risicokapitaal (beter bekend als de notionele interesten). Dit artikel biedt, met andere woorden, een zicht op het verloop van de financieringswijze van de Belgische ondernemingen tijdens het afgelopen decennium.

De verschillende financieringsvormen van de ondernemingen komen tot uiting in hun jaarrekeningen. Het ondernemingsdossier dat door de Balanscentrale van de Nationale Bank van België⁽¹⁾ werd ontwikkeld, verschaft de analist heel wat informatie over de individuele ondernemingen. Tot dusver worden deze gegevens samengebracht in een zogenoemde 'Tabel van middelen en bestedingen'. Deze

tabel zal eerlang worden vervangen door een ander soort van tabel, namelijk de 'kasstroomtabel' (*cash-flow table*). Om methodologische redenen is dit artikel evenwel gebaseerd op de huidige tabel van middelen en bestedingen (zie hieronder)⁽²⁾.

Na enkele verklaringen van methodologische aard, worden in dit artikel de kenmerken beschreven van de ondernemingen die aan het einde van het boekjaar een financieringsbehoefte lieten optekenen; ook de oorsprong van die behoefte wordt toegelicht. De cijfers zijn ingedeeld naar ondernemingsgrootte, bedrijfstak en gewest. Vervolgens wordt nagegaan welke externe middelen werden ingezet om in deze financieringsbehoefte te voorzien. De analyse wordt aangevuld met verschillende statistieken afkomstig van de Centrale voor kredieten aan ondernemingen en van recente kwalitatieve enquêtes.

1. Methodologie en beschrijving van de bestudeerde populatie

In dit artikel wordt gebruik gemaakt van de begrippen 'financieringstekort' en 'te financieren totaal' (ook 'totaal financieringstekort' genoemd) zoals die worden gedefinieerd in het ondernemingsdossier van de Balanscentrale; deze begrippen sluiten nauw aan bij die welke worden

(1) Het ondernemingsdossier is een document aan de hand waarvan de financiële situatie van een onderneming kan worden vergeleken met die van de sector waarin deze onderneming actief is. Het kan op eenvoudig verzoek worden verkregen bij de Balanscentrale. Cf. <http://www.nbb.be> > Balanscentrale > Producten van de Balanscentrale > Ondernemingsdossier.

(2) De Bank heeft zich reeds enkele jaren geleden gebogen over de kwestie van de financiering van de ondernemingen (zie Baugnet en Zachary, 2007). Ofschoon de huidige analyse aansluit bij de vorige studie, onderscheidt ze zich ervan doordat ze met name het recente conjunctuurverloop in aanmerking neemt en doordat ze gebruik maakt van de tabellen van middelen en bestedingen.

gebruikt in de nationale rekeningen. Tabel 1 bevat, in de vorm van een schema, de verschillende componenten van de tabel van middelen en bestedingen uit het ondernemingsdossier waarin deze financieringsbegrippen worden berekend⁽¹⁾.

De tabel geeft een beeld van de (interne en externe) middelen die de onderneming in de loop van het boekjaar heeft verkregen alsook van de bestemming die eraan is gegeven. Zo bevat ze de verschillende investeringen die tijdens de periode plaats hadden alsook de financieringswijze ervan. Uitgaande van de toegevoegde waarde, stelt de tabel de verschillende baten en lasten voor die leiden tot de vorming van de intern beschikbare middelen, dat wil zeggen tot de berekening van de beschikbare zelf-financiering. Door deze interne middelen te vergelijken met de materiële en immateriële investeringen, enerzijds, en met de wijziging in de nettobedrijfsactiva, anderzijds, geeft deze tabel de financieringsbehoefte of het financieringsvermogen aan die het gevolg zijn van de activiteiten tijdens het verslagjaar. De wijziging in de nettobedrijfsactiva geeft het verschil weer tussen de kortlopende niet-financiële activa en passiva. De niet-financiële activa omvatten de voorraden en de commerciële vorderingen, terwijl de niet-financiële passiva bestaan uit kortlopende niet-financiële schulden zoals de handelsschulden, de fiscale schulden en de schulden met betrekking tot lonen en sociale lasten. Voegt men daar de financiële investeringen aan toe, dan verkrijgt men het totaal financieringstekort (of het totale financieringsoverschot). Tot slot toont de tabel het verloop van de verschillende externe bronnen die de tegenhanger zijn van deze totale financieringsbehoefte of van dit totale financieringsoverschot.

Uit deze tabel blijkt dus, enerzijds, de financiële positie van een onderneming (financiële behoefte of financieel overschot) voor een bepaald boekjaar en, anderzijds, de oorsprong van deze situatie en de middelen die ervoor werden ingezet. Wordt deze tabel op een geaggregeerd niveau⁽²⁾ gehanteerd, dan kan worden nagegaan wat de invloed is van bepaalde kenmerken van de niet-financiële ondernemingen (branche, grootte, enz.) op hun financieringsgedrag. De tabel van middelen en bestedingen is de tabel die zich het best leent voor een dergelijke analyse van aggregaten (zie OESO, 2007, hoofdstuk 3).

Dit artikel is gefocust op het gedeelte van de tabel dat loopt van het saldo van de intern beschikbare middelen tot de externe bronnen.

De Belgische vennootschappen (of die welke in België een bijkantoor hebben) zijn verplicht ieder jaar hun jaarrekeningen neer te leggen bij de Balanscentrale⁽³⁾ die aldus, ten behoeve van de analyse, over een vrijwel exhaustieve

TABEL 1 SCHEMATISCHE VOORSTELLING VAN DE TABEL VAN MIDDELEN EN BESTEDINGEN

Toegevoegde waarde	
–	Personeelskosten
–	Andere bedrijfskosten
Saldo: Brutobedrijfsresultaat	
+	Financiële opbrengsten
+	Andere uitzonderlijke opbrengsten
+	Tussenkost van vennoten in het verlies
–	Financiële kosten
–	Andere uitzonderlijke kosten
–	Belastingen op het resultaat
–	Uit te keren winst
Saldo: Intern beschikbare middelen	
+	Ontvangen kapitaalsubsidies
–	Netto-investeringen in materiële en immateriële vaste activa
±	Verandering van de nettobedrijfsactiva
Saldo: Financieringsoverschot (+) of financieringstekort (–)	
–	Financiële investeringen op lange termijn
±	Verandering van de geldbeleggingen en de liquide middelen
Saldo: Te financieren totaal (–) of totaal overschot (+)	
Externe middelen:	
±	Verandering van het kapitaal en van de uitgiftepremies
±	Verandering van de schulden op lange termijn
±	Verandering van de financiële schulden op korte termijn
Totaal van de externe financiële middelen	

Bron: NBB (2008 a).

gegevensbank kan beschikken. Om methodologische redenen dient, in het kader van dit artikel, de bestudeerde populatie enigszins te worden gereduceerd. Een eerste selectie gebeurt na uitsluiting van de ondernemingen waarvan de jaarrekeningen de rekenkundige en logische controles van de Balanscentrale niet doorstaan. Vervolgens wordt dit artikel toegespitst op de vennootschappen; daarbij wordt dus geen rekening gehouden met verenigingen en andere groeperingen. Doordat men zich beperkt tot de niet-financiële vennootschappen, worden bovendien de financiële vennootschappen per definitie

(1) Voor de gedetailleerde berekeningen met de verwijzingen naar de verschillende rubrieken van de nationale rekeningen, zie bijlage I.

(2) Er zij echter opgemerkt dat bepaalde verschillen tussen de ondernemingen die wél zouden blijken uit de afzonderlijke tabellen, door het aggregeren van de gegevens kunnen worden verhuld.

(3) Sommige ondernemingen zijn hier niet toe verplicht, meer bepaald die waarin de vennoten onbeperkt aansprakelijk zijn. Voor meer informatie over enkele uitzonderingen, zie <http://www.nbb.be> > Balanscentrale > Jaarrekeningen neerleggen > Wie moet neerleggen?

TABEL 2 INDELING VAN DE BESTUDEERDE ONDERNEMINGSPOPULATIE
(gemiddelden 2000-2011, in %)

	Aantal ondernemingen	Toegevoegde waarde	Werkgelegenheid
Representativiteit van de selectie t.o.v. het geheel van de Belgische niet-financiële vennootschappen	85,3	92,9	93,0
Indeling van de selectie:			
Naar grootte			
Kmo's	93,4	23,2	29,2
Grote ondernemingen	6,6	76,8	70,8
Naar bedrijfstak			
Verwerkende nijverheid	8,1	30,9	29,0
waarvan:			
Landbouw- en voedingsnijverheid	1,4	4,2	4,1
Textiel, kleding en schoeisel	0,7	1,3	2,0
Hout, papier en drukkerijen	1,5	2,2	2,4
Chemische en farmaceutische nijverheid	0,3	7,6	3,9
Ijzer- en staalnijverheid	1,6	4,6	5,1
Metaalverwerkende nijverheid	0,9	6,1	6,5
Niet-verwerkende bedrijfstakken	91,9	69,1	71,0
waarvan:			
Handel	28,3	21,2	21,2
Vervoer en opslag	3,7	8,9	11,5
Verblijfsaccomodaties en restaurants	5,8	1,7	3,1
Informatie en communicatie	4,2	7,3	4,8
Exploitatie van en handel in onroerend goed	10,4	2,6	0,7
Andere diensten	19,5	11,6	14,6
Energie, water en afval	0,4	5,7	2,3
Bouwnijverheid	12,1	6,9	9,7

Bron: NBB (Balanscentrale).

uitgesloten, namelijk vooral de sectoren van de banken, de verzekeringsondernemingen en de holdingactiviteiten. Worden in het kader van dit artikel evenmin in aanmerking genomen, de vennootschappen die behoren tot de branche 'activiteiten van hoofdkantoren'. Deze branche, die de vroegere coördinatiecentra omvat, bestaat voornamelijk uit financieringsvennootschappen die binnen een ondernemingsgroep als intern bankier fungeren (Vivet, 2012, 72). Deze vennootschappen worden hier dus geassimileerd met financiële vennootschappen. Uit dit artikel worden, ten slotte, ook de non-profitsectoren geweerd, bijvoorbeeld het onderwijs, de gezondheidszorg of de overheidsadministratie⁽¹⁾. Dankzij deze eerste reeks selectiecriteria kan de zogenoemde populatie van de Belgische niet-financiële vennootschappen worden afgebakend.

Er dienden evenwel supplementaire criteria te worden toegepast, criteria die inherent zijn aan de berekeningen van de gebruikte boekhoudrubrieken. Zodoende werden enkel de ondernemingen in aanmerking genomen waarvan de rekeningen betrekking hebben op een boekjaar van twaalf maanden. Aangezien de tabel van middelen en bestedingen het verloop weergeeft van de boekhoudposten van het ene jaar op het andere, is bovendien voor een jaar N enkel rekening gehouden met de ondernemingen die hun jaarrekeningen voor de boekjaren N en N-1 volgens hetzelfde (volledig of verkort) schema hebben neergelegd, aangezien de geaggregeerde resultaten

(1) De NACE-BEL-codes 2008 van de gedekte bedrijfstakken worden in de bijlage gedetailleerd toegelicht.

verkregen zijn door globalisering van de individuele resultaten. Door deze supplementaire selectiecriteria wordt het bestudeerde onderzoeksstaal teruggebracht tot 85 % van de populatie van de niet-financiële vennootschappen zoals die hierboven is gedefinieerd. Deze verhouding stijgt evenwel tot 93 % als men, in plaats van met het aantal ondernemingen, rekening houdt met de toegevoegde waarde of de werkgelegenheid, zoals blijkt uit tabel 2, waarin de bestudeerde ondernemingen overigens worden ingedeeld volgens grootte en bedrijfstak. Het criterium volgens hetwelk in dit artikel de grootte van een onderneming wordt bepaald, is het type schema dat deze onderneming gebruikt om haar jaarrekeningen neer te leggen. Conform het Wetboek van vennootschappen worden de ondernemingen die een volledig schema invullen, als groot beschouwd, terwijl die welke het verkort schema invullen, gelijkgesteld worden met kmo's⁽¹⁾. Het sector-specifieke onderscheid is gebaseerd op de nomenclatuur NACE-BEL 2008 (zie bijlage II).

Dit artikel heeft betrekking op de periode 2000-2011, zodat rekening kan worden gehouden met de invoering, sedert 2006, van de fiscale bepaling betreffende de aftrek voor risicokapitaal (of het mechanisme van de 'notionele interesten')⁽²⁾ alsook met de wereldwijde financiële crisis, waarvan de gevolgen zich in België vanaf 2008 deden

gevoelen. Alle vermelde bedragen luiden in lopende euro's. Er is dus voorzichtigheid geboden bij het vergelijken van absolute bedragen over verschillende jaren.

Over de periode 2000-2011 in haar geheel beschouwd, bleek de grote meerderheid (93,4 %) van de bestudeerde ondernemingen kmo's te zijn. In termen van toegevoegde waarde en werkgelegenheid, maken deze ondernemingen evenwel respectievelijk minder dan een kwart (23,2 %) en minder dan een derde (29,2 %) van de selectie uit. Net als het onderscheid naar grootte, vertoont de indeling van de ondernemingen naar bedrijfstak een duidelijke wanverhouding, vermits bijna 92 % van de ondernemingen actief is in de dienstenbranches, waarvan meer dan een vierde (28,3 %) in de handel. Deze niet-verwerkende

(1) Volgens het Wetboek van de vennootschappen mogen de niet-beursgenoteerde kleine ondernemingen het verkort schema invullen, terwijl de beursgenoteerde grote en kleine ondernemingen verplicht zijn het volledig schema in te vullen. Het Wetboek van de vennootschappen beschouwt als kleine vennootschappen die welke, in de loop van de laatste twee afgesloten boekjaren, niet meer dan één van de volgende grenzen overschrijden: 50 werknemers in voltijdse equivalenten en als jaargemiddelde, een omzet (excl. btw) van € 7 300 000, een balanstotaal van € 3 650 000, behalve indien het aantal werknemers in voltijdse equivalenten en als jaargemiddelde meer dan 100 bedraagt; in dit laatste geval wordt de onderneming onmiddellijk als groot beschouwd. Voor de gelieerde vennootschappen worden de criteria inzake omzet en balanstotaal berekend op een geconsolideerde basis en het aantal werknemers in elk van de vennootschappen wordt opgeteld.

(2) Deze krachtens de wet van 22 juni 2005 ingestelde maatregel die sedert het aanslagjaar 2007 van kracht is, biedt de vennootschappen de mogelijkheid van hun belastinggrondslag een bedrag fictieve ('notionele') interesten af te trekken die berekend worden op hun 'gecorrigeerde' eigen middelen. Voor meer informatie, zie Vivet (2012).

TABEL 3 VERLOOP VAN HET FINANCIERINGSOverschOT OF DE FINANCIERINGSBEHOEFTE VAN DE ONDERNEMINGEN
(geglobaliseerde cijfers, in € miljard)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Totaal financieringssaldo	-41,2	-22,9	-30,0	-32,5	-25,8	-12,5	-32,8	-41,4	-48,4	-1,7	-38,5	-28,7
Intern beschikbare middelen	22,4	19,7	18,5	19,6	25,3	24,7	33,9	27,6	26,1	26,0	35,2	35,9
Ontvangen kapitaalsubsidies	0,7	0,6	0,7	0,7	0,9	1,8	1,8	2,5	8,9	4,4	3,1	3,2
Netto-investeringen in materiële en immateriële vaste activa	19,9	20,2	19,5	15,7	24,1	7,0	22,0	22,0	41,9	26,4	38,6	34,4
Aankopen	32,1	32,9	31,2	32,1	32,9	36,9	39,0	41,4	52,5	45,3	51,2	49,8
Verkopen	12,2	12,7	11,7	16,3	8,8	29,9	17,0	19,4	10,6	18,9	12,6	15,4
Verandering van de nettobedrijfsactiva	0,3	-4,8	-5,6	1,3	2,6	8,5	12,0	-3,8	5,1	7,4	-4,7	12,3
<i>Financieringsoverschot of -behoefte</i>	2,8	4,9	5,3	3,3	-0,5	11,0	1,7	11,9	-12,0	-3,3	4,3	-7,5
Financiële investeringen op lange termijn	42,3	16,0	31,8	25,2	21,4	11,8	27,9	44,9	34,0	-2,8	29,2	25,0
Verandering van de geldbeleggingen en de liquide middelen	1,7	11,8	3,5	10,7	3,9	11,7	6,6	8,4	2,4	1,1	13,7	-3,8
Aantal ondernemingen (duizendtallen)	188	192	198	209	223	235	243	252	256	265	272	281

Bron: NBB (Balanscentrale).

bedrijfstakken tekenen voor 69,1% van de toegevoegde waarde en stellen 71% van de werknemers te werk; en in termen van zowel toegevoegde waarde als werkgelegenheid behoort een op vijf ondernemingen tot de handel. In de verwerkende nijverheid is de sector die het grootste aantal ondernemingen telt de ijzer- en staalnijverheid (1,6%), terwijl de belangrijkste in termen van toegevoegde waarde en werkgelegenheid respectievelijk de chemische en farmaceutische nijverheid (7,6%) en de metaalverwerkende nijverheid (6,5%) zijn.

2. Financieringssaldo

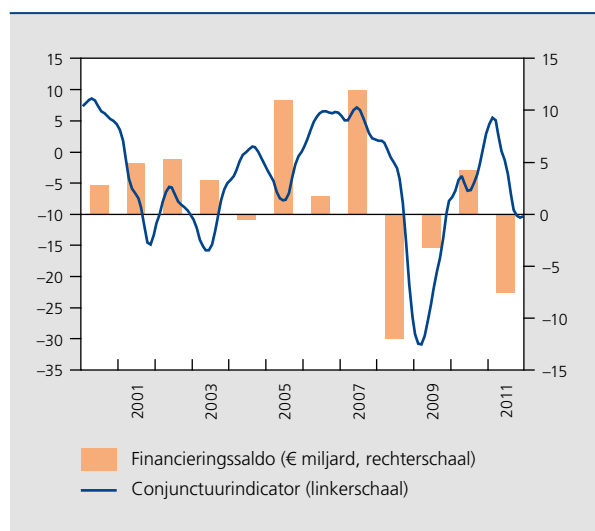
Tabel 3 hieronder geeft een gedetailleerd overzicht van het verloop van het financieringssaldo van de Belgische niet-financiële vennootschappen en van de determinanten van deze laatste tijdens de periode 2000-2011 op basis van het in tabel 1 weergegeven schema. Deze geglobaliseerde cijfers, uitgedrukt in miljarden euro's tegen lopende prijzen, zijn berekend voor alle niet-financiële vennootschappen. Om deze cijfers opnieuw in hun macro-economische context te plaatsen, geeft grafiek 1 het verloop weer van de conjunctuurindicator gedurende dezelfde periode, gekoppeld aan dat van het financieringssaldo van de ondernemingen.

Uit grafiek 1 blijkt dat het conjunctuurklimaat een invloed heeft op het verloop van het financieringssaldo van de ondernemingen. Zo doen de periodes waarin de

ondernemingen bijzonder grote financieringsbehoeften vertonen (in 2008 en 2011) zich voor bij een conjuncturomslag. Dit kan worden toegeschreven aan een combinatie van twee factoren. Enerzijds plannen de ondernemingen meer investeringen in een periode van hoogconjunctuur, waardoor hun financieringsbehoefte toeneemt. Hierbij zij opgemerkt dat de gemiddelde investeringsuitgaven in de periode 2006-2011 beduidend hoger lagen dan in de periode 2001-2005. Deze investeringen hebben evenwel met enige vertraging plaats ten opzichte van de conjuncturele situatie. Anderzijds slinken de intern beschikbare middelen van de ondernemingen bij een verslechterende conjunctuur en daardoor neemt ook hun financieringsbehoefte toe. Dit was meer bepaald het geval in 2008 en 2009, toen de intern beschikbare middelen van de ondernemingen terugliepen tot respectievelijk € 26,1 en € 26 miljard. Hun winsten kwamen immers onder druk te staan door de oplopende invoerkosten van goederen en diensten als gevolg van de forse stijging, in de eerste helft van 2008, van de grondstoffenprijzen in het algemeen en van de verzwakking van de finale vraag, die vanaf eind 2008 werd opgetekend en die in 2009 aanhield, hoofdzakelijk als gevolg van de ineenstorting van de buitenlandse handel.

De investeringen in materiële en immateriële vaste activa bleven in 2008 echter groeien. Pas aan het einde van het jaar versomberden de afzetvooruitzichten en bleek dat de economische vertraging niet van korte duur zou zijn. Eind 2008 werd een scherpe daling van de bezettingsgraad van het productievermogen opgetekend, die in de eerste helft van 2009 aanhield (zie grafiek 2). Er zij op gewezen dat 2008 ook werd gekenmerkt door de overdracht van

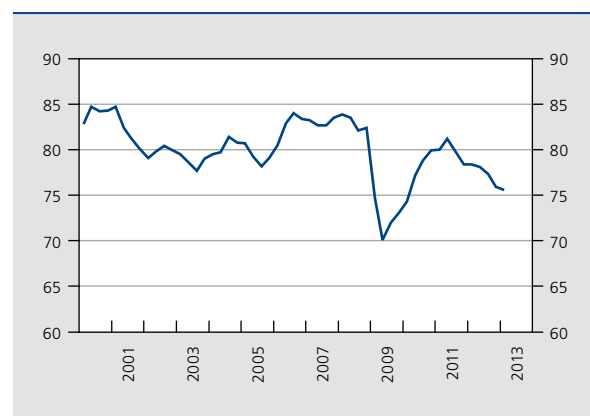
GRAFIEK 1 FINANCIERINGSSALDO EN CONJUNCTUURINDICATOR



Bron: NBB.

(1) De conjunctuurindicator is het saldo van de antwoorden op de maandelijkse enquête. Afgevlakte en seizoengezuiverde reeks.

GRAFIEK 2 BEZETTINGSGRAAD VAN HET PRODUCTIEVERMogen IN DE VERWERKENDE NIJVERHEID
(in %, seizoengezuiverde reeks)



Bron: NBB kwartaalenquête naar het productievermogen.

de activa van het Fonds voor Spoorweginfrastructuur aan Infrabel ten bedrage van meer dan € 6 miljard, wat leidde tot een sterke toename van de materiële vaste activa en een daaruit voortvloeiende verhoging van de ontvangen kapitaalsubsidies⁽¹⁾.

In combinatie met de stijging van de investeringen in materiële en immateriële vaste activa zorgde de inkrimping van de intern beschikbare middelen in 2008 voor de grootste financieringsbehoefte van de beschouwde periode (€ 12 miljard). Deze laatste werd ook in de hand gewerkt door de verhoging van de nettobedrijfsactiva, namelijk het verschil tussen de voorraden en de kortetermijnvorderingen, enerzijds, en de niet-financiële kortetermijnschulden, anderzijds.

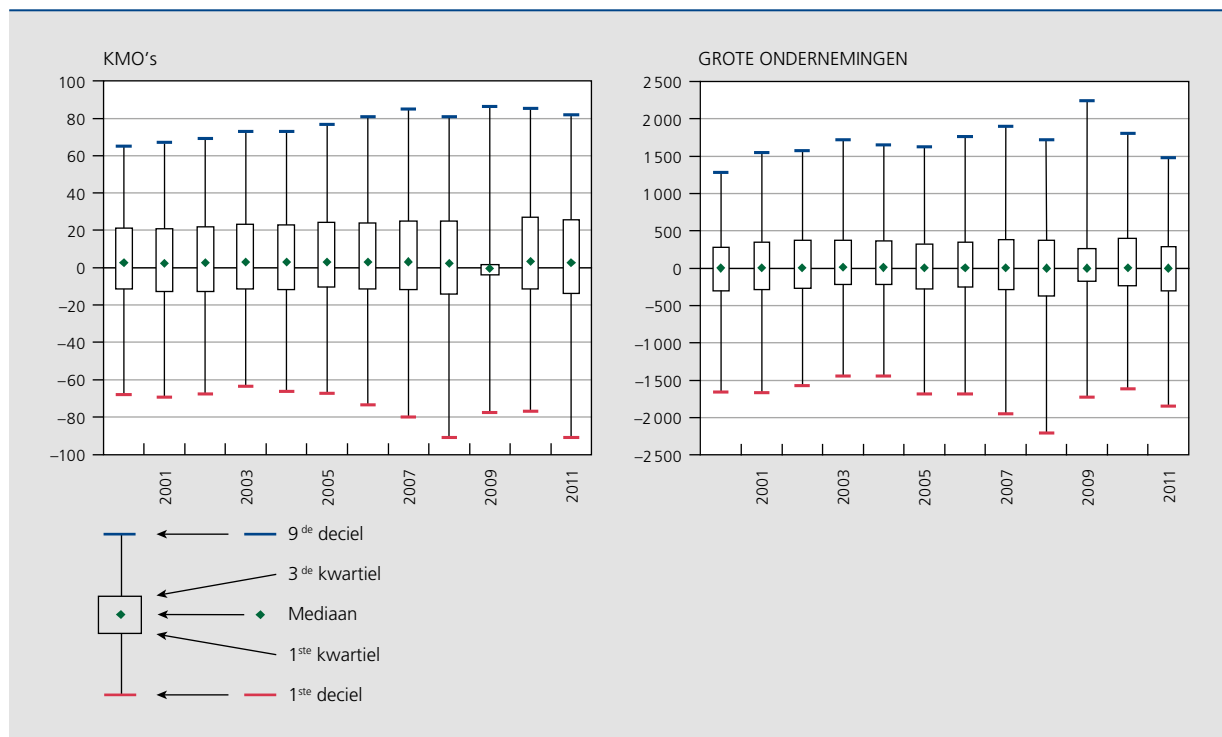
In 2010 werd de economische situatie weer gunstiger, met een bbp-groei die opnieuw het peil van vóór de crisis bereikte en een sterk toenemende conjunctuurindicator die aan het einde van het jaar opnieuw positief werd. Deze conjunctuuropleving kwam ook tot uiting in de tabel van het financieringssaldo van de ondernemingen. Dankzij het herstel van de wereldhandel en de daaruit voortvloeiende stijging van de verkoop, lieten de Belgische niet-financiële vennootschappen een forse toename van hun intern beschikbare middelen optekenen

die in 2010 € 35,2 miljard bedroegen (+35%). Dankzij de gunstiger afzetvooruitzichten en een aanzienlijke verbetering van de bezettingsgraad van het productievermogen, ging deze toename van de interne middelen gepaard met een opleving van de investeringen in materiële en immateriële vaste activa. Deze investeringen, ten belope van € 38,6 miljard in 2010, groeiden ten opzichte van 2009 met 46%. Er zij evenwel opgemerkt dat ze werden beïnvloed door omvangrijke fusies en overnames in de informatie- en communicatiesector. Deze herstructureringen hadden eveneens een aanzienlijke impact op de daling van de nettobedrijfsactiva (net zoals bepaalde intragroeptransacties bij Electrabel).

De financiële investeringen op lange termijn namen gedurende vrijwel de hele beschouwde periode toe. Daarbij zij echter vermeld dat de in 2007 opgetekende piek in de financiële investeringen sterk werd beïnvloed door de aankoop, door Electrabel, van de participatie van Suez in Suez-Tractebel voor een bedrag van € 18,2 miljard. Deze financiële investeringen lieten in 2009, op het hoogtepunt van de financiële crisis, evenwel een inkrimping in absolute waarde optekenen (€ -2,8 miljard). Ze werden

(1) Zie Deville X. en F. Verduyn (2012), *Implementation of EU legislation on rail liberalization in Belgium, France, Germany and The Netherlands*, NBB Working Paper No. 221.

GRAFIEK 3 STATISTISCHE SPREIDING VAN HET FINANCIERINGSSALDO VAN DE ONDERNEMINGEN NAAR OMVANG
(in € duizend)



Bron: NBB (Balanscentrale).

ook beïnvloed door intragroeptransacties bij Belgacom en Electrabel, waardoor de financiële vaste activa met respectievelijk € 3,9 en € 4,5 miljard verminderden.

In 2008 en 2009 zagen de ondernemingen ook de groei van hun geldbeleggingen en liquide middelen vertragen: deze daalden van € 8,4 miljard in 2007 tot € 2,4 miljard in 2008 en vervolgens tot € 1,1 miljard in 2009. Deze geldbeleggingen en liquide middelen omvatten de geldbeleggingen in de vorm van eigen aandelen of in andere vormen (termijnrekeningen, aandelen verworven binnen de twaalf maanden, enz.) en de beschikbare waarden (kasvoorraad, tegoeden op zichtrekeningen, enz.). Het betreft dus onmiddellijk beschikbare liquiditeiten die de ondernemingen hadden aangelegd om de toegenomen financieringsbehoefte op te vangen. Deze groeivertraging van de geldbeleggingen en liquide middelen droeg er, in combinatie met de vermindering van de financiële investeringen, toe bij dat in 2009 het laagste te financieren totaal van de beschouwde periode werd opgetekend, namelijk € -1,7 miljard.

Aangezien de investeringen in materiële en immateriële vaste activa forsere waren toegenomen dan de interne middelen, kon het in 2010 geboekte financieringsoverschot van € 4,3 miljard hoofdzakelijk worden verklaard door de vermindering van de nettobedrijfsactiva. De opleving van de conjunctuur viel ook samen met een toename van de financiële investeringen op lange termijn en van de geldbeleggingen en liquide middelen. Er zij op gewezen dat deze ontwikkelingen eveneens werden beïnvloed door, respectievelijk, de eerder vermelde herstructurering van de Electrabel-groep en de verkoop van bepaalde participaties door de Solvay-groep die hierdoor zijn geldbeleggingen en liquide middelen zag stijgen. Deze bijzondere transacties hebben echter alleen maar kracht bijgezet aan een reeds reële opwaartse tendens. Bijgevolg werd het totale financieringssaldo van de niet-financiële vennootschappen in 2010, met een bedrag van € 38,5 miljard, opnieuw fors negatief.

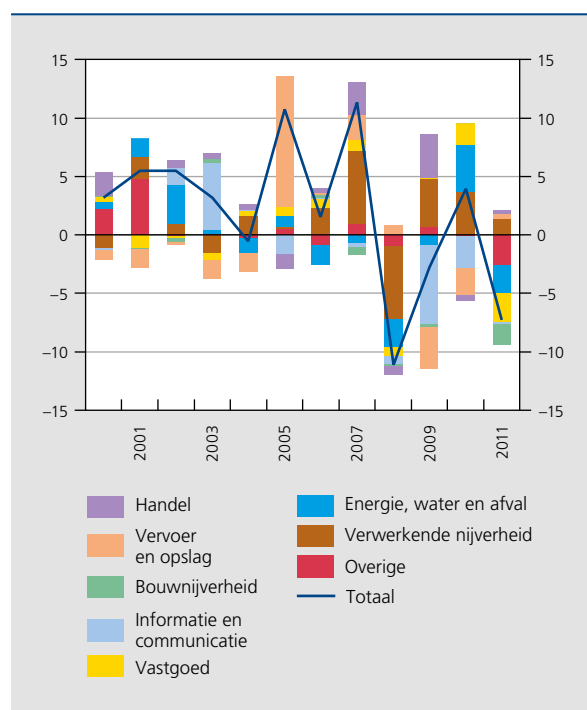
In 2011 hield het in 2010 opgetekende herstel van de vraag aan, maar in de tweede helft van het jaar verzwakte het enigszins. De vertraging van de buitenlandse vraag werd slechts gedeeltelijk gecompenseerd door de groei van de verkoop op de Belgische markt. De intern beschikbare middelen van de Belgische niet-financiële vennootschappen bleven, met € 35,9 miljard, stabiel. De investeringen in materiële en immateriële vaste activa liepen licht terug (-11 %) als gevolg van de versombering van de afzetvooruitzichten in de tweede helft van het jaar. Deze tendens was trouwens merkbaar in de in grafiek 1 weergegeven conjunctuurindicator, die in de tweede helft van het jaar negatief werd. De nettobedrijfsactiva gingen

opnieuw in stijgende lijn nadat ze in 2009 fors waren gedaald als gevolg van bepaalde eenmalige transacties (zie hierboven), wat leidde tot een verkleining van het financieringssaldo dat opnieuw negatief werd (€ -7,5 miljard).

Net als de investeringen in materiële en immateriële vaste activa namen ook de financiële investeringen af, tot € 25 miljard (-14 %), terwijl de geldbeleggingen en liquide middelen een aanzienlijke daling lieten optekenen als gevolg van de grootschalige transacties bij Solvay en Electrabel. Dit had een invloed op het te financieren totaal dat, hoewel het negatief bleef, terugliep tot € -28,7 miljard.

De statistische spreiding van het financieringssaldo van de ondernemingen (grafiek 3) wijst, wat de crisis van 2008 betreft, op een enigszins grotere conjunctuurgevoeligheid van de grote ondernemingen. In 2009 deed zich voor de grote ondernemingen immers een ietwat ruimere opwaartse verschuiving van de verdeling voor dan voor de kmo's. In 2008 liet het eerste deciel van de grote ondernemingen met de zwaarste financieringsbehoefte telkens een financieringsbehoefte van meer dan € 2,2 miljoen optekenen. In 2009 liep deze drempel terug tot € 1,7 miljoen, een daling met meer dan 20 %. Voor de kmo's

GRAFIEK 4 OPSPLITSING NAAR BEDRIJFSTAK VAN HET FINANCIERINGSSALDO VAN DE GROTE ONDERNEMINGEN
(in € miljard)



Bron: NBB (Balanscentrale).

bedroeg deze daling 15%. Daarnaast toont de statistische spreiding aan dat de kmo's met een financieringsoverschot (de ondernemingen boven de mediaan) ietwat conjunctuurbestendiger bleken. Daarentegen waren het eerste deciel en, in mindere mate, het eerste kwartiel blijkbaar volatieler. Bij de grote ondernemingen vertoonden zowel de boven- als de onderkant van de verdeling in 2009 een opwaartse verschuiving, gevolgd door een neerwaartse verschuiving in 2010 en 2011. Dit wijst erop dat de grote ondernemingen met een financieel overschot in 2009 geneigd waren dit overschot te laten toenemen, terwijl de ondernemingen met een financieringsbehoefte deze behoefte verkleinden. Vervolgens sloegen deze effecten om.

Het is ook interessant het verloop van het financieringssaldo naar bedrijfstak te bestuderen. Zo bieden de grafieken 4 en 5 een gedetailleerd overzicht van de bijdrage van de belangrijkste bedrijfstakken tot de veranderingen van het financieringssaldo van respectievelijk de grote ondernemingen en de kmo's.

Bij de grote ondernemingen laat de verwerkende nijverheid, onder impuls van de chemische en farmaceutische nijverheid, sinds 2004 een positief financieringssaldo optekenen (behalve in 2008). De informatie- en communicatiesector, daarentegen, had meestal een financieringsbehoefte,

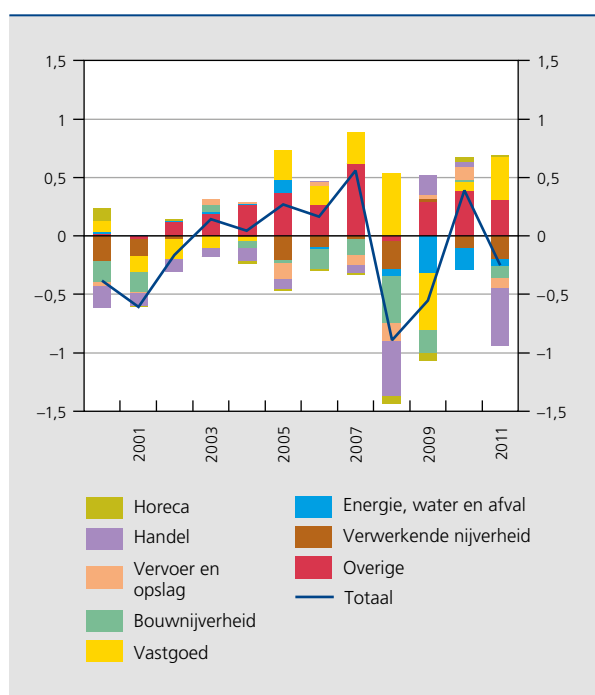
die voornamelijk toe te schrijven was aan Belgacom en Telenet. De financieringssaldi van de overige sectoren lieten grotere schommelingen optekenen. Opvallend in 2005 was het grote financieringsoverschot (meer dan € 11 miljard) dat de transportsector boekte als gevolg van de opsplitsing van de NMBS in drie entiteiten en de overdracht van de spoorweginfrastructuur aan het Fonds voor Spoorweginfrastructuur, wat in de rekeningen tot uiting kwam in een aanzienlijke vermindering van de materiële vaste activa van de NMBS-groep⁽¹⁾.

Bij de kmo's ziet de situatie er anders uit. De vastgoedsector laat sinds 2004 ieder jaar (behalve in 2009) een financieringsoverschot optekenen dankzij intern beschikbare middelen die vaak omvangrijker zijn dan de netto-investeringen. In 2008 was de sector zelfs de enige die in dit geval verkeerde. De vastgoedsector telt verhoudingsgewijs ook het geringste aantal kmo's met een financieringsbehoefte (37%, grafiek 6). De overige belangrijke sectoren, zoals de handel, de verwerkende nijverheid en de bouwnijverheid, laten over het algemeen een financieringsbehoefte optekenen. In deze laatste sector is het percentage ondernemingen met een financieringsbehoefte overigens het hoogst, zowel bij de kmo's als bij de grote ondernemingen.

(1) Zie Deville X. en F. Verduyn (2012), *Implementation of EU legislation on rail liberalization in Belgium, France, Germany and The Netherlands*, NBB Working Paper No. 221.

GRAFIEK 5 OPSPLITSING NAAR BEDRIJFSTAK VAN HET FINANCIERINGSSALDO VAN DE KMO'S

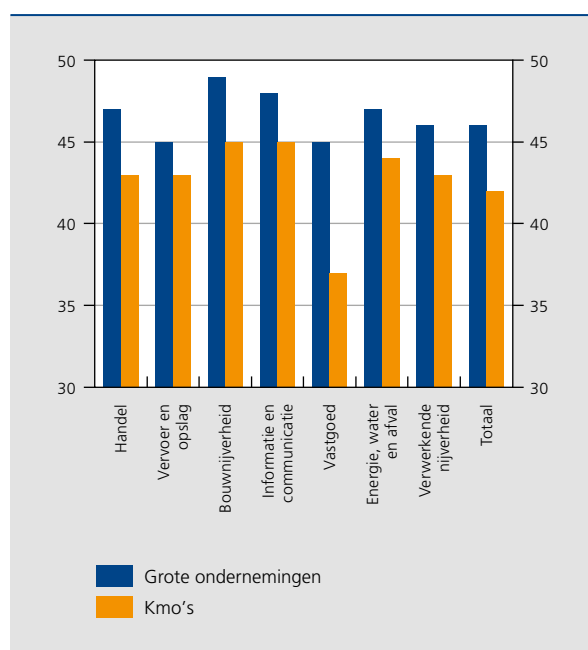
(in € miljard)



Bron: NBB (Balanscentrale).

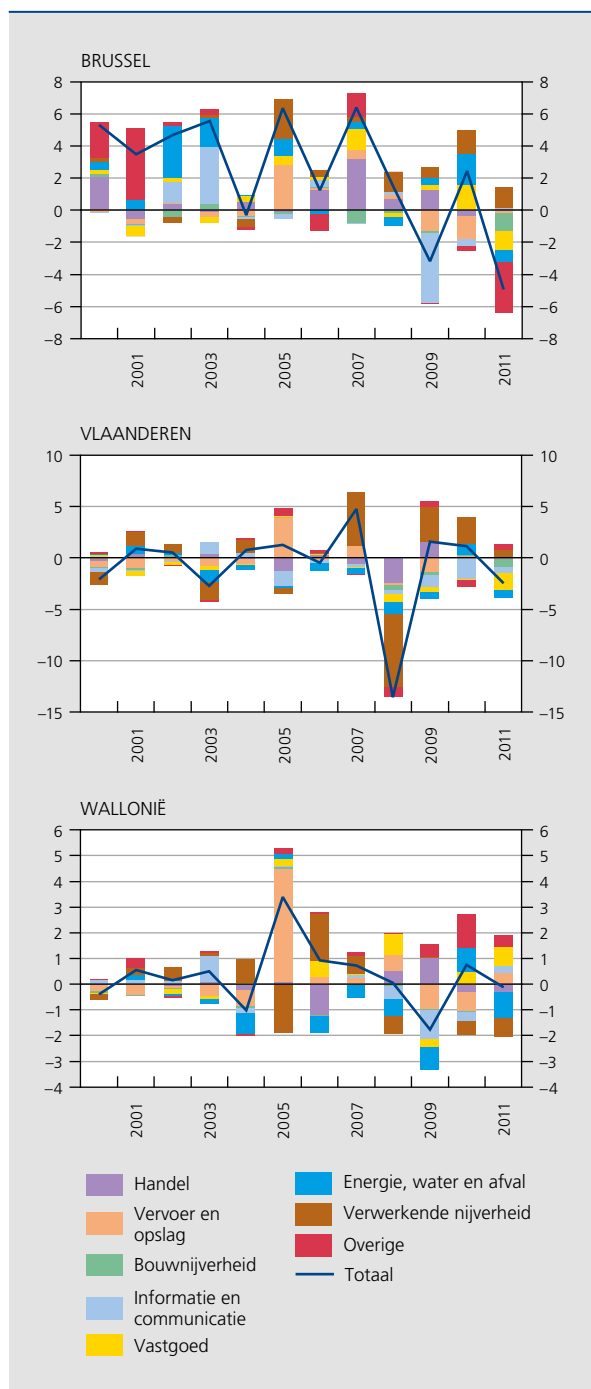
GRAFIEK 6 PERCENTAGE ONDERNEMINGEN MET EEN FINANCIERINGSBEHOEFTE

(gemiddelde 2000-2011, in %)



Bron: NBB (Balanscentrale).

GRAFIEK 7 OPSPLITSING NAAR BEDRIJFSTAK VAN HET FINANCIERINGSSALDO VAN DE ONDERNEMINGEN NAAR GEWEST
(in € miljard)



Bron: NBB (Balanscentrale).

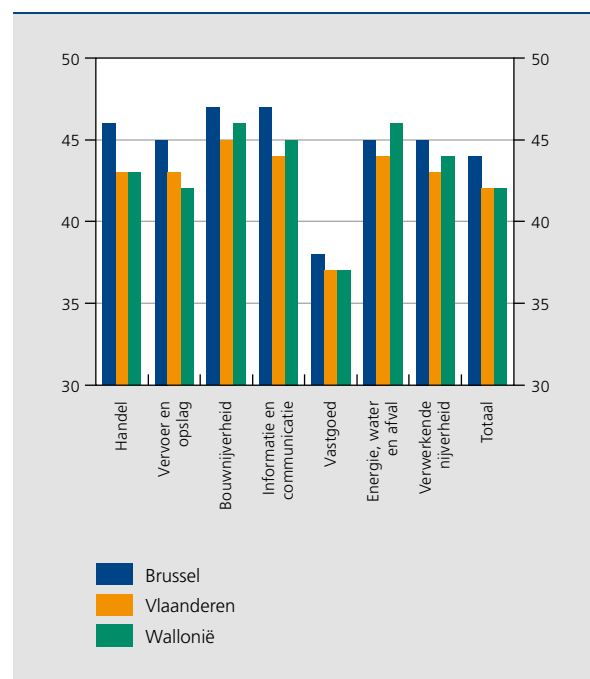
grafiek 7 geeft, op regionaal niveau⁽¹⁾, het verloop weer van het financieringssaldo per bedrijfstak. Elk gewest liet in 2005 een positief financieringssaldo optekenen, dat het daaropvolgende jaar verkleinde. Als gevolg van de crisis liet de toename van de financieringsbehoefte

evenwel een vertraging optekenen. In Vlaanderen deed deze vertraging zich voor vanaf 2008, het jaar waarin alle sectoren een financieringsbehoefte hadden van in totaal € 13,5 miljard. In Wallonië en Brussel was het financieringssaldo van de ondernemingen in 2008 al met al nog positief; in 2009 werd het echter negatief, zij het met geringere bedragen dan die welke in 2008 in Vlaanderen werden opgetekend. In 2010 lieten de ondernemingen in de drie gewesten een financieringsoverschot optekenen; in 2011 volgde een financieringsbehoefte.

Wat de sectoren betreft die de meeste invloed uitoefenen op het algemene verloop van de financieringssaldi van de ondernemingen in de verschillende gewesten, worden enkele discrepanties vastgesteld. In Brussel is de handel de belangrijkste branche die doorgaans een financieringsoverschot boekt. In 2009 en 2011 werden de grootste financieringsbehoeften vastgesteld in respectievelijk de informatie- en communicatiesector (vooral Belgacom) en de overige bedrijfstakken, voornamelijk die van de overige diensten (met inbegrip van de ondersteunende activiteiten

(1) De regionale opsplitsing van de jaarrekeningen steunt op de gegevens van het Instituut voor de nationale rekeningen. Voor de ondernemingen die in verschillende gewesten gevestigd zijn, worden de rubrieken van de jaarrekeningen opgesplitst in verhouding tot het aantal arbeidsplaatsen in elk gewest. Voor meer informatie, zie Vivet (2011).

GRAFIEK 8 REGIONALE OPSPLITSING VAN HET PERCENTAGE ONDERNEMINGEN MET EEN FINANCIERINGSBEOEFTE
(gemiddelde 2000-2011, in %)

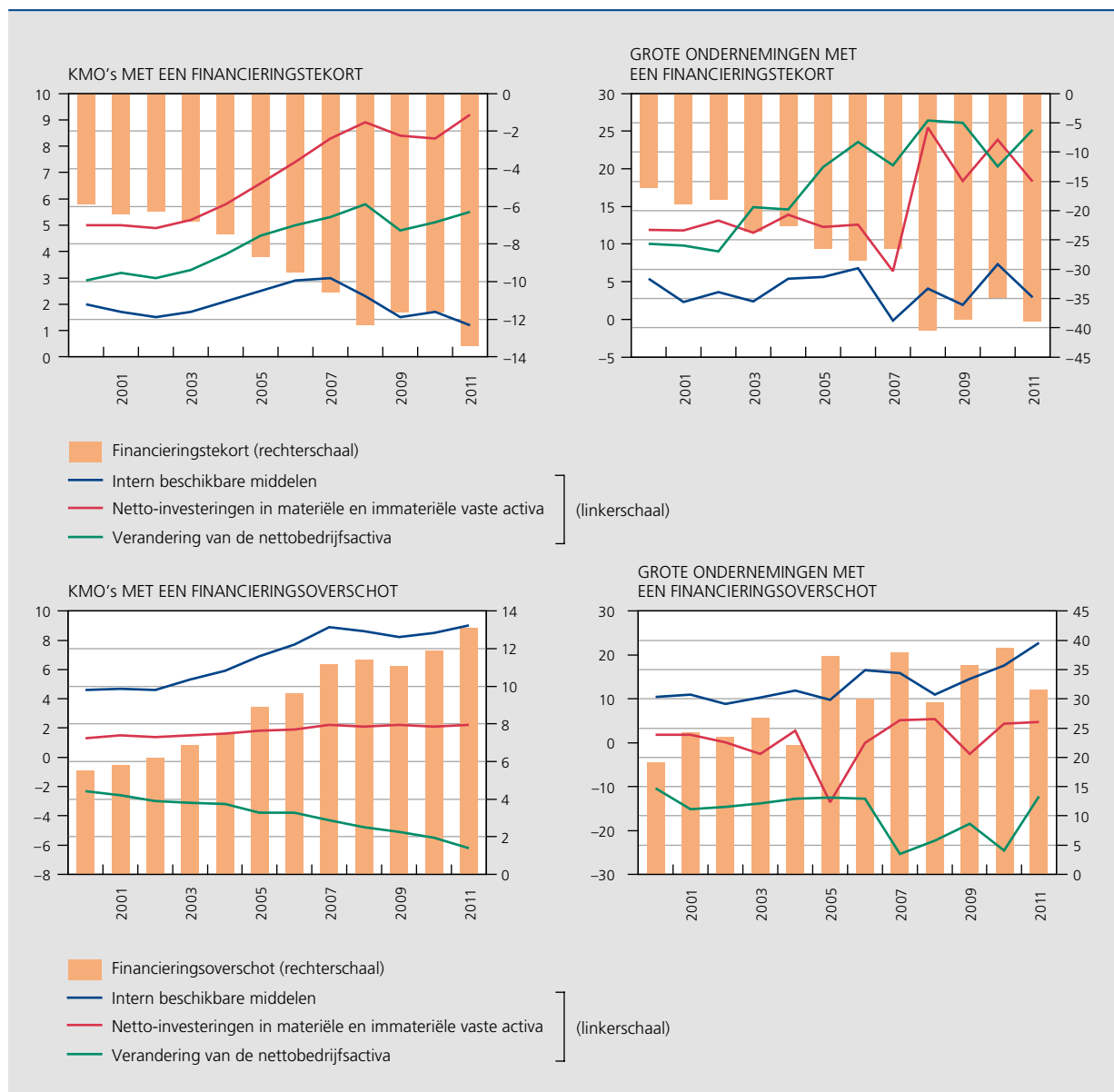


Bron: NBB (Balanscentrale).

voor de financiële dienstverlening). In Vlaanderen droeg het verloop van het financieringssaldo van de ondernemingen het stempel van, enerzijds, de verwerkende nijverheid, meer in het bijzonder de chemische en farmaceutische nijverheid en, anderzijds, de metaalverwerkende nijverheid, een sector die de vervaardiging en assemblage van auto's omvat. De chemische en farmaceutische nijverheid oefenden eveneens een sterke invloed uit op het financieringssaldo van de ondernemingen in Wallonië, net als de vervoer- en opslagsector en de sector van energie, water en afval die vrijwel ieder jaar een negatief financieringssaldo hadden.

Wat het percentage ondernemingen met een financieringsbehoefte betreft (grafiek 8), verschilt Brussel enigszins van de twee andere gewesten. Over de periode 2000-2011 had 44% van de ondernemingen er een financieringsbehoefte, tegen 42% in Vlaanderen en in Wallonië. Deze oververtegenwoordiging in Brussel van ondernemingen met een financieringsbehoefte, en dit in vrijwel alle bedrijfstakken, wordt in hoofdzaak verklaard door een bedrijfstakgrootte-effect. Brussel telt immers relatief meer grote ondernemingen dan de twee andere gewesten (9% tegen 6% in Vlaanderen en 5% in Wallonië) en, zoals blijkt uit grafiek 6, treft men in de groep van

GRAFIEK 9 FINANCIERINGSSALDO EN BELANGRIJKSTE DETERMINANTEN, NAAR BEDRIJFSGROOTTE
(in € miljard)



Bron: NBB (Balanscentrale).

grote ondernemingen een hoger percentage bedrijven met een financieringsbehoefte aan.

Om het verloop van het financieringssaldo van de ondernemingen nader te verklaren, is het nuttig de groepsindelingen van de ondernemingen naar de omvang ervan te verfijnen door een extra onderscheid te hanteren tussen, enerzijds, de ondernemingen met een financieringsoverschot en, anderzijds, die met een financieringstekort. Zo worden in grafiek 9 de voornaamste determinanten belicht van het verloop van het financieringssaldo van de ondernemingen, naar hun omvang en situatie. Een eerste belangrijke vaststelling is dat zowel voor de grote ondernemingen als voor de kmo's de eigen middelen een belangrijke rol spelen in de financieringsbehoeften.

Voor de grote ondernemingen kunnen door de schommelingen van de verschillende variabelen moeilijk tendensen worden afgeleid. Bij de ondernemingen met een financieringsbehoefte wordt vanaf 2008 evenwel een duidelijke toename van deze behoefte vastgesteld, dit als gevolg van hogere investeringen in materiële en immateriële vaste activa.

Het peil van de investeringen in materiële en immateriële vaste activa van de kmo's met een financieringsoverschot bleef mettertijd constant, op ongeveer € 2 miljard. Het verloop van hun financieringsoverschot, dat over de beschouwde periode trendmatig toenam, houdt veelver verband met de steeds sterkere daling van hun

nettobedrijfsactiva en ook met de vermeerdering van hun intern beschikbare middelen. Terwijl de nettobedrijfsactiva in 2000 met € 2,3 miljard waren gedaald, namen ze in 2011 met € 6,2 miljard af, een inkrimping met 176 %. De intern beschikbare middelen beliepen in 2011 € 9 miljard, een stijging met 98 % sinds 2000. De meeste dienstenbranches vertoonden dezelfde kenmerken. In de verwerkende nijverheid was de stijging van het financieringsoverschot van de kmo's minder uitgesproken en uitsluitend toe te schrijven aan de steeds sterkere daling van de nettobedrijfsactiva, terwijl de intern beschikbare middelen stabiel bleven.

Bij de kmo's met een financieringsbehoefte was de toename van de nettobedrijfsactiva en van de investeringen in materiële en immateriële vaste activa oorzaak van het almaar verslechterende financieringssaldo, aangezien de intern beschikbare middelen niet hetzelfde verloop volgden.

De analyse op regionaal niveau bevestigt de hierboven beschreven tendensen, waarbij de drie gewesten over het algemeen een gelijklopende ontwikkeling laten optekenen.

In dit eerste gedeelte werd het verband aangetoond tussen het financieringssaldo van de ondernemingen en de conjunctuur. Het financieringssaldo van de grote ondernemingen in hun geheel werd ook beïnvloed door bepaalde grootschalige transacties van enkele grote Belgische ondernemingen die de statistieken van hun respectieve bedrijfstak sterk beïnvloeden (Belgacom, Telenet, NMBS, enz.). De analyse op regionaal niveau heeft het

TABEL 4 VERLOOP VAN DE EXTERNE FINANCIERINGSBRONNEN VAN DE ONDERNEMINGEN
(geglobaliseerde cijfers, in € miljard)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Totaal financieringssaldo	-41,2	-22,9	-30,0	-32,5	-25,8	-12,5	-32,8	-41,4	-48,4	-1,7	-38,5	-28,7
Verandering van het kapitaal en van de uitgiftepremies	20,4	13,5	12,4	15,6	7,0	7,2	20,6	12,5	22,4	9,3	14,8	16,3
Verandering van de schulden op lange termijn	7,3	2,9	6,5	20,8	13,6	-0,7	7,0	26,1	8,5	0,4	33,3	8,2
waarvan verandering van de schulden ten aanzien van de kredietinstellingen	1,6	0,5	-0,8	17,3	10,0	2,1	5,4	5,7	4,5	-3,1	7,3	0,4
Verandering van de financiële schulden op korte termijn	13,5	6,5	11,1	-3,8	5,2	6,0	5,4	3,7	17,8	-7,3	-8,4	4,5
waarvan verandering van de schulden ten aanzien van de kredietinstellingen	2,1	2,7	-0,2	4,6	-1,7	4,9	5,6	-0,9	10,3	-8,1	-7,5	2,0
Aantal ondernemingen (duizendtallen)	188	192	198	209	223	235	243	252	256	265	272	281

Bron: NBB (Balanscentrale).

belang aangetoond van de verwerkende nijverheid in het financieringssaldo van de ondernemingen in Vlaanderen, vooral van de chemische en farmaceutische nijverheid en van de metaalverwerkende nijverheid. De chemische en farmaceutische nijverheid hadden ook een invloed op het financieringssaldo van de ondernemingen in Wallonië, terwijl in Brussel de verwerkende nijverheid en de handel het zwaarst wogen op het financieringssaldo van de niet-financiële vennootschappen. Tot slot heeft de analyse aangetoond dat de kmo's met een financieringsbehoefte over het algemeen een verhoging van hun nettobedrijfsactiva en investeringen lieten optekenen, terwijl hun intern beschikbare middelen vrij stabiel bleven.

In het volgende gedeelte wordt nagegaan welke middelen de ondernemingen hebben ingezet om in die financieringsbehoeften te voorzien.

3. Financieringsbronnen

Tabel 4 verschaft informatie over de financieringsbronnen die de niet-financiële vennootschappen in België aanwenden om te voorzien in hun financieringsbehoeften in de ruime zin, dus met inbegrip van de financieringsbehoeften die ontstaan door de financiële beleggingen op lange termijn en door de schommeling van de geldbeleggingen en liquide middelen. Over het geheel van de beschouwde periode vormden de financiële verplichtingen de eerste financieringsbron van de ondernemingen, ten belope van

€ 188 miljard (waarvan € 65 miljard schulden tegenover banken), vóór de verandering van het kapitaal en van de uitgiftepremies (via de uitgifte van al dan niet genoteerde aandelen) die € 172 miljard bedroeg. Er zij aan herinnerd dat in deze analyse de ondernemingen met activiteiten van hoofdkantoren (NACE 70100) niet werden opgenomen.

De financiering via kapitaalverhoging liet in 2006 een forse stijging optekenen, tot € 20,6 miljard (+186%), onder de gezamenlijke invloed van, ten eerste, een daling van de aan de financiering via aandelen verbonden kosten ten opzichte van de schulden jegens banken en, ten tweede, de invoering dat jaar van de belastingaftrek voor risicokapitaal (notionele interestaftrek) die de financiering via eigen vermogen aantrekkelijker maakt. De toename van de financiering via aandelen vloeide grotendeels voort uit een stijging van grootschalige operaties bij grote ondernemingen (tabel 5), wat het argument lijkt te schragen dat deze ondernemingen de structuur van hun kapitaal na de invoering van de notionele interestaftrek zijn beginnen te wijzigen. De daaropvolgende jaren bleven de kapitaalwijzigingen groot, met een piek van € 22,4 miljard in 2008, voornamelijk als gevolg van grote transacties in de chemische en in de energiesector (met meer bepaald een kapitaalverhoging van Electrabel ten bedrage van € 4 miljard).

Ook bij de kmo's wordt de financiering via kapitaalverhoging belangrijker (tabel 6). In 2005 bedroeg de verandering van het kapitaal een derde van de verandering van de externe financiële middelen (€ 1,1 miljard op

TABEL 5 VERLOOP VAN DE EXTERNE FINANCIERINGSBRONNEN VAN DE GROTE ONDERNEMINGEN
(geglobaliseerde cijfers, in € miljard)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Totaal financieringssaldo	-38,9	-20,7	-28,6	-31,0	-23,9	-9,2	-29,2	-37,1	-42,1	2,2	-34,7	-24,2
Verandering van het kapitaal en van de uitgiftepremies	19,4	12,4	11,5	14,7	6,1	6,1	19,2	10,6	19,0	7,0	12,4	13,6
Verandering van de schulden op lange termijn	6,6	2,3	6,3	20,4	13,0	-2,2	5,6	24,5	6,5	-0,5	32,3	7,0
waarvan: verandering van de schulden ten aanzien van de kredietinstellingen	1,2	0,3	-0,9	17,2	9,7	1,4	4,6	4,5	3,1	-3,5	7,0	-0,1
Verandering van de financiële schulden op korte termijn	12,8	6,0	10,8	-4,1	4,8	5,3	4,4	2,7	16,6	-8,0	-9,2	3,6
waarvan: verandering van de schulden ten aanzien van de kredietinstellingen	1,8	2,4	-0,4	4,6	-1,9	4,5	4,9	-1,5	9,5	-8,4	-8,0	1,7
Aantal ondernemingen (duizendtallen)	13	13	13	14	14	14	14	14	15	16	16	17

Bron: NBB (Balanscentrale).

TABEL 6 VERLOOP VAN DE EXTERNE FINANCIERINGSBRONNEN VAN DE KMO'S

(geglobaliseerde cijfers, in € miljard)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Totaal financieringssaldo	-2,3	-2,2	-1,4	-1,6	-1,9	-3,3	-3,6	-4,3	-6,4	-3,8	-3,9	-4,5
Verandering van het kapitaal en van de uitgiftepremies	1,0	1,1	0,9	0,9	0,9	1,1	1,3	1,9	3,4	2,4	2,4	2,7
Verandering van de schulden op lange termijn	0,6	0,6	0,2	0,4	0,7	1,5	1,3	1,6	1,9	1,0	0,9	1,2
waarvan: verandering van de schulden ten aanzien van de kredietinstellingen	0,3	0,2	0,1	0,1	0,3	0,7	0,9	1,3	1,3	0,4	0,3	0,5
Verandering van de financiële schulden op korte termijn	0,6	0,5	0,3	0,2	0,4	0,7	1,0	1,0	1,2	0,7	0,8	0,9
waarvan: verandering van de schulden ten aanzien van de kredietinstellingen	0,3	0,3	0,1	0,1	0,2	0,4	0,7	0,6	0,8	0,3	0,5	0,4
Aantal ondernemingen (duizendtallen)	175	179	185	195	210	221	229	237	241	250	256	264

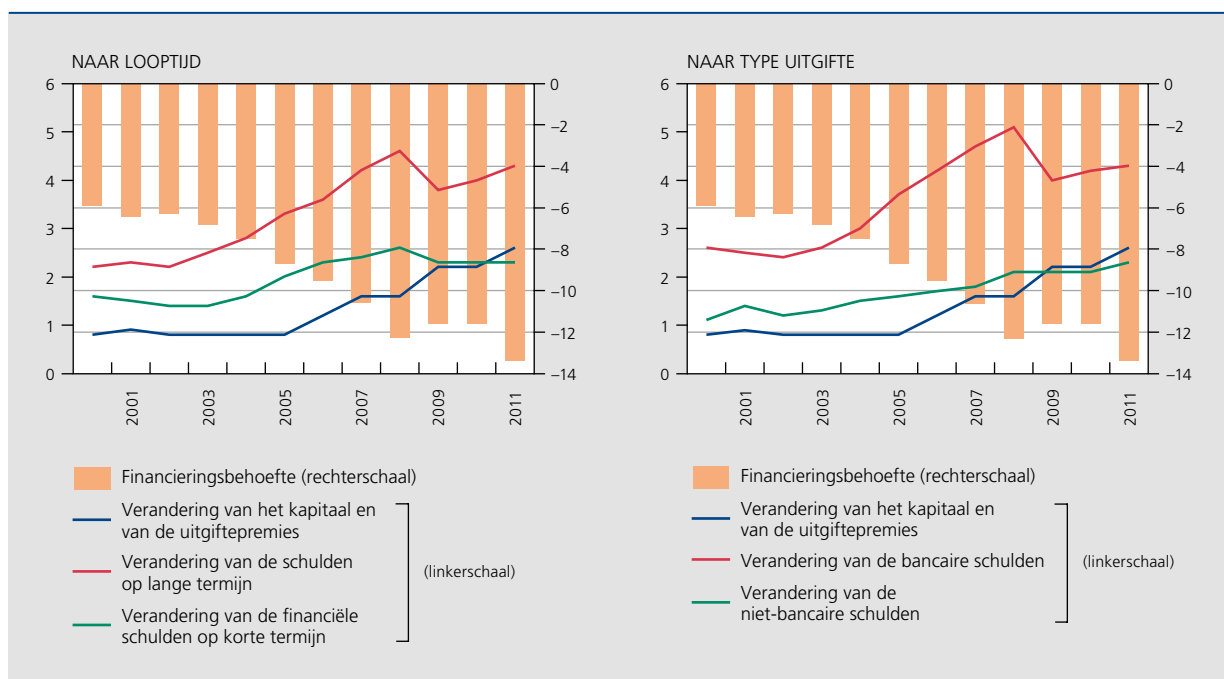
Bron: NBB (Balanscentrale).

€ 3,3 miljard), maar sinds 2006 is dat aandeel steeds toegenomen; in 2011 beliep het zelfs 56%. Dat jaar lieten de kmo's kapitaalverhogingen optekenen ten belope van in totaal € 2,7 miljard. Over de twaalf jaar van de beschouwde periode was de stijging van de financiering

via kapitaal evenwel minder uitgesproken. Van 2000 tot 2005 vertegenwoordigden de kapitaalverhogingen gemiddeld 46% van de externe financieringsbronnen van de kmo's, tegen 51% in de periode 2006-2011, dat wil zeggen vanaf de invoering van de notionele interestaftrek.

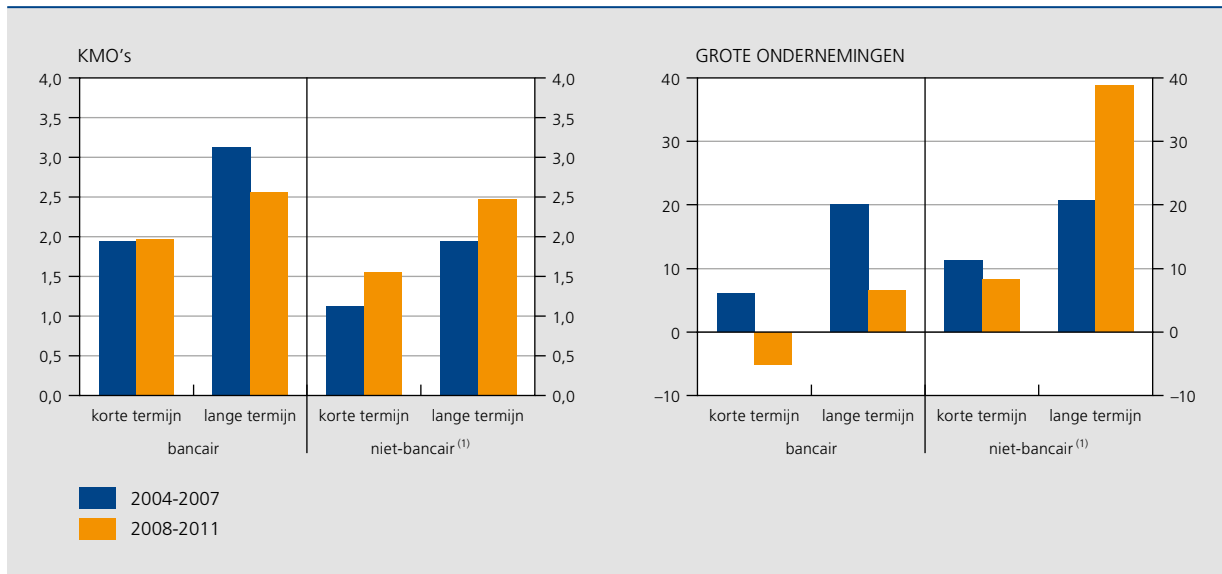
GRAFIEK 10 FINANCIERINGSBRONNEN VAN DE KMO'S MET EEN FINANCIERINGSBEHOEFTE

(in € miljard)



Bron: NBB (Balanscentrale).

GRAFIEK 11 VERANDERING VAN DE VERSCHILLENDE SCHULDTYPESEN VÓÓR EN NA DE CRISIS
(in € miljard)



Bron: NBB (Balanscentrale).

(1) In de niet-bancaire schulden zijn ook de intragroep leningen opgenomen.

De stijging van de financiering via kapitaal is bijzonder opmerkelijk in de subgroep van de kmo's met een financieringsbehoefte (grafiek 10) waar vanaf 2006 een duidelijke stijging van de kapitaalverandering werd vastgesteld (+47 % ten opzichte van 2005). De financiering via kapitaal lag in 2011 voor het eerst hoger dan de financiering via kortlopende schulden (€ 2,6 miljard tegen € 2,3 miljard), die sinds 2009 stabiel bleven (linkergeedeelte van de grafiek), terwijl de financiering via kapitaal sinds 2009 de financiering via niet-bancaire schulden overstijgt (rechtgeredeelte).

Dit toenemende belang van de financiering via kapitaal bij de kmo's met een financieringsbehoefte werd opgetekend in de drie gewesten van het land, maar het was bijzonder uitgesproken in Vlaanderen. In 2005 bedroegen de kapitaalverhogingen bij de kmo's in Vlaanderen immers € 0,5 miljard; in 2011 was dat € 1,9 miljard, een stijging met 252 %.

Voor de kmo's met een financieringsbehoefte tekende deze tendens zich hoofdzakelijk af in de handel, de vastgoedsector, de bouwnijverheid en de verwerkende nijverheid. Ook in de informatie- en communicatiesector namen de kapitaalverhogingen toe, zonder dat de andere financieringsbronnen er evenwel op achteruitgingen.

Dit verloop is niet alleen beïnvloed door de in 2006 ingevoerde notionele interestaftrek, maar ook door de op

de kredietmarkt geldende voorwaarden, die vanaf 2007 verslechterden als gevolg van de financiële crisis. Tussen 2008 en 2011 verleenden de banken de ondernemingen kredieten voor een bedrag van € 6 miljard (alle termijnen samen), tegen € 31 miljard tussen 2004 en 2007⁽¹⁾.

Deze tendens doet zich voor bij zowel de grote ondernemingen als de kmo's en ze is meer uitgesproken voor de langlopende kredieten (grafiek 11). Tijdens de periode 2008-2011 veranderden de verbintenissen jegens kredietinstellingen minder sterk dan vóór het uitbreken van de crisis, terwijl zich bij de niet-bancaire kredieten (hoofdzakelijk leningen tussen ondernemingen maar onder meer ook langlopende handelsschulden en obligatieleningen) het tegenovergestelde voordeed. Er is dus een duidelijke tendens dat ondernemingen voor hun financiering niet bij de banken aankloppen, maar wel tot een kapitaalverhoging besluiten of niet-bancaire schulden aangaan.

Dit verloop kan worden beïnvloed door factoren die verband houden met de vraag naar kredieten (cf. supra), maar ook door een wijziging in de kredietverleningsvoorwaarden.

(1) Er zij opgemerkt dat, in het geval van de grote ondernemingen, de cijfers worden beïnvloed door enkele grote transacties. Zo werd, in 2007, de aankoop door Electrabel van de deelnemingen in Suez-Tractebel (cf. supra) gedeeltelijk gefinancierd via schulden, wat de forse stijging van de niet-bancaire schulden in dat jaar verklaart. Bovendien voerde Electrabel in 2010 een grondige herstructurering van zijn financiële schulden door, waarbij kortetermijnschulden werden vervangen door langetermijnschulden, die met bijna € 6 miljard toenamen.

De kwalitatieve enquêtes waarin wordt nagegaan hoe banken en ondernemingen de kredietmarkt percipiëren, verschaffen in dit opzicht enige informatie.

De perceptie van de banken blijkt uit de enquête naar de bancaire kredietverlening (Bank Lending Survey – BLS), een enquête die de centrale banken van het Eurosysteem om de drie maanden op nationaal niveau organiseren bij de belangrijkste kredietinstellingen. In België vertolkt deze enquête het standpunt van de vier grootste banken van het land (waarvan de kredieten aan de private sector ongeveer 70 % vertegenwoordigen van de kredieten die door alle Belgische kredietinstellingen worden toegekend) met betrekking tot het verloop van de kredietverleningsvoorwaarden en de vraag naar krediet. De resultaten

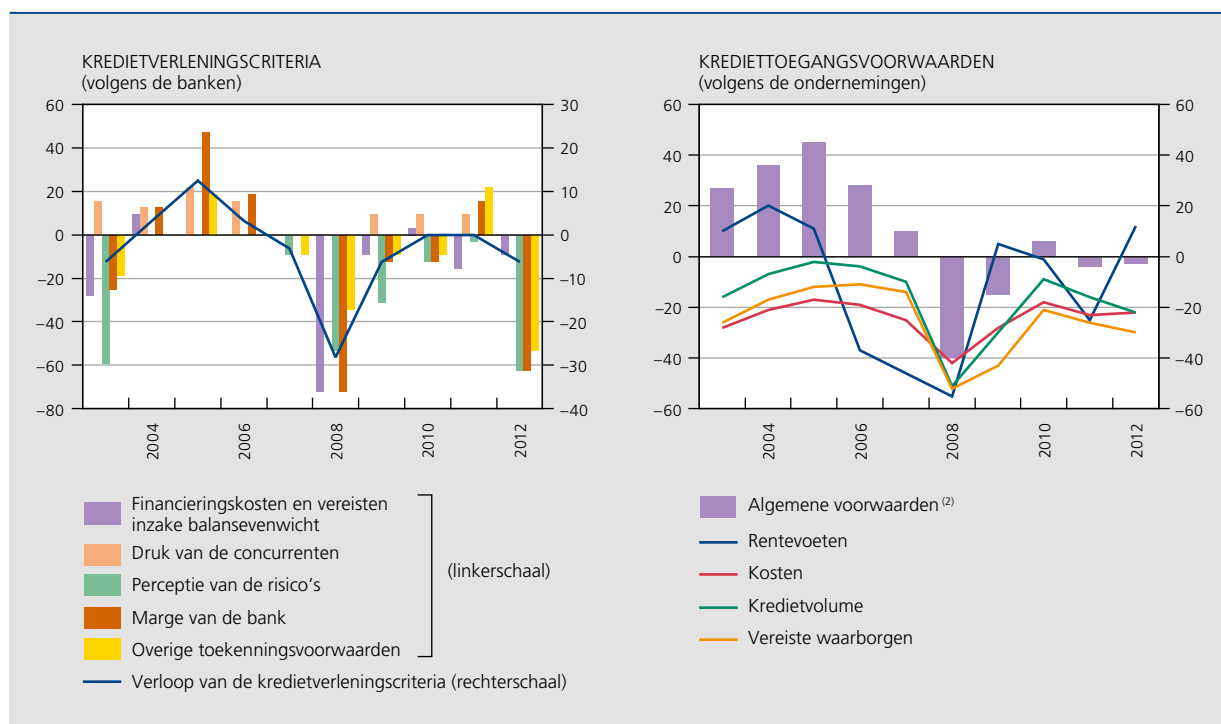
worden uitgedrukt in een nettoprocentage, namelijk het verschil tussen het percentage antwoorden dat een verloop in een welbepaalde richting aangeeft en het percentage antwoorden dat een verloop in de omgekeerde richting aangeeft; die antwoorden worden gewogen op grond van hun afstand tot het 'neutrale' antwoord. De mogelijke waarden van deze indicator schommelen tussen -100 % (aanzienlijke verstrakking of verzwakking voor alle respondenten) en +100 % (aanzienlijke versoepeling of toename voor alle respondenten)⁽¹⁾.

De NBB peilt eveneens de mening van de bedrijfsleiders via een enquête naar hun perceptie van het verloop van de kredietvoorwaarden⁽²⁾. Aanvankelijk gebeurde die peiling in het kader van een andere enquête die om het jaar werd gehouden, maar sinds 2009 maken deze vragen het onderwerp uit van een afzonderlijke, driemaandelijkse enquête⁽³⁾. De resultaten daarvan worden uitgedrukt in een nettoprocentage, namelijk het saldo tussen het percentage positieve en het percentage negatieve antwoorden⁽⁴⁾.

Grafiek 12 bevat een opsomming van de voornaamste verklarende factoren van het verloop van de op de markt voor bankkredieten geldende voorwaarden. Vanaf de

- (1) Voor meer informatie over de methodologie, zie <http://www.nbb.be> > Statistieken > Opinie-enquêtes > Bank Lending Survey > Methodologie.
 (2) Er zij opgemerkt dat de in deze enquête beschouwde kredieten de kredieten zijn die rechtstreeks de vastekapitaalvorming betreffen, bijgevolg ongerekend de voor fusies of overnames toegekende kredieten. Voor meer informatie over de methodologie, zie http://www.nbb.be/DOC/DQ/kredObs/nl/KO_home.htm > Statistische reeksen > Tarieven en andere kredietvoorwaarden > NBB enquête (beoordeling door ondernemingen).
 (3) In dit artikel werden de resultaten van na 2009 op jaarbasis berekend, door het gemiddelde van de driemaandelijkse resultaten te berekenen.
 (4) Een saldo van +10 wil bijvoorbeeld zeggen dat er 10 % meer positieve dan negatieve antwoorden zijn.

GRAFIEK 12 BEOORDELING VAN DE VOORWAARDEN VAN DE KREDIETMARKT DOOR DE BANKEN EN DE ONDERNEMINGEN⁽¹⁾
 (verloop uitgedrukt als nettoprocentage)



Bron: NBB (enquête naar de bancaire kredietverlening en enquête naar de krediettoegangsvoorwaarden bij de bedrijfsleiders).

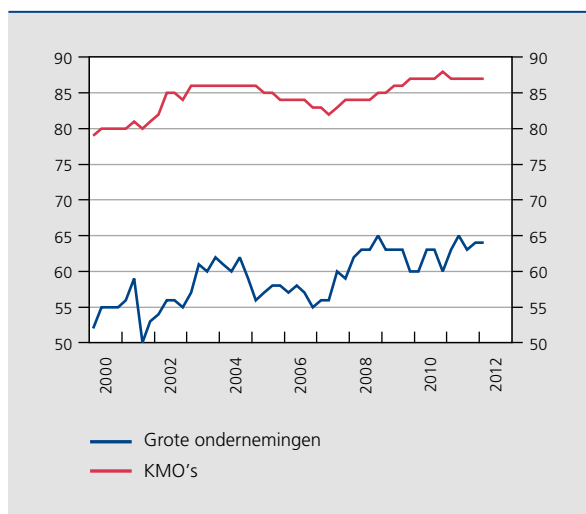
- (1) Gegevens berekend op jaarbasis aan de hand van het gemiddelde van de driemaandelijkse resultaten.
 (2) Wat de krediettoegangsvoorwaarden betreft, hebben de algemene voorwaarden betrekking op het moment zelf van de overeenkomst, terwijl de andere criteria het verloop dat geldt op het ogenblik van de enquête vergelijken ten opzichte van de criteria die, tot in 2008, zes maanden eerder werden gehanteerd, en die, sinds 2009, drie maanden eerder werden gehanteerd.

zomer van 2007 waren er spanningen op de financiële markten als gevolg van de subprimecrisis. Dat jaar gaven de banken te kennen dat hun perceptie van de risico's mee ten grondslag lag aan de verscherping van de kredietverleningsvoorwaarden. In 2008 dijde de crisis uit en kwamen banken in de problemen met hun balans, doordat ze in hun activaportefeuille een waardeverlies moesten incasseren en ze hun eigen vermogen zagen inkrimpen door de verslechtering van de risico's. Deze balansproblemen zetten de banken ertoe aan hun kredietverleningsvoorwaarden te verstrengen, vooral via een verruiming van hun marge.

Deze perceptie wordt gedeeld door de bedrijfsleiders, die van oordeel zijn dat het rentepeil de factor is die in 2008 het sterkst verslechterde, gevolgd door de vereiste waarborgen en door het volume van de kredieten. De algemene kredietvoorwaarden werden door de ondernemingen in 2009 iets minder negatief ingeschat vooral als gevolg van een gunstiger rentepeil. Dit laatste was echter van korte duur waardoor de algemene beoordeling vanaf 2011 terug negatief werd. De banken versoepelden inderdaad geenszins de kredietverleningscriteria, die in 2009 nog werden aangescherpt en vervolgens, in 2010 en 2011, onveranderd bleven onder invloed van met name de besmetting van de banksector door de overheidsschuldencrisis, waardoor de liquiditeit en de solvabiliteit van de kredietinstellingen werd gedrukt. De banken bleven vanwege hun oplopende kosten en vanwege de vereisten inzake balansevenwicht waaraan ze moeten voldoen, strenge voorwaarden hanteren bij de kredietverlening aan ondernemingen. Deze laatste zijn van oordeel dat die voorwaarden in 2011 zelfs nog strenger werden. In 2012 verklaarden de banken dat ze hun kredietverleningscriteria hadden aangescherpt onder invloed van een toegenomen risicoperceptie, waarbij ze vooral hun marge vergrootten. Deze verstrenging wordt bevestigd door de bedrijfsleiders, die vaststellen dat de algemene voorwaarden voor de toegang tot bankkrediet verslechteren, ondanks een versoepeling van de rentevoeten.

Het verloop van de voorwaarden op de markt van de bancaire kredietverlening wordt tot op zekere hoogte weerspiegeld in de cijfers van de Centrale voor kredieten aan ondernemingen, die de kredieten van meer dan € 25 000 aan niet-financiële vennootschappen registreert⁽¹⁾. Van de gepubliceerde statistieken is de aanwendingsgraad van de verleende kredieten een indicator van de op de kredietmarkt geldende voorwaarden. Deze aanwendingsgraad drukt de (procentuele) verhouding uit tussen het werkelijk aangewende bedrag en het totale bedrag van de door de financiële instelling verleende kredieten en illustreert op die manier hoe intensief de ondernemingen gebruik maken van hun kredietlijnen. Deze verhouding blijkt uit

GRAFIEK 13 AANWENDINGSGRAAD VAN DE VERLENDE KREDIETEN, VOLGENS DE GROOTTE VAN DE ONDERNEMINGEN
(in %)



Bron: NBB (Centrale voor kredieten aan ondernemingen)⁽¹⁾.

(1) De gegevens zijn gebaseerd op de databank CKO1. De Centrale beschikt inmiddels over een hervormde databank, maar door een gewijzigde methodologie is een lange historische tijdreeks niet mogelijk.

grafiek 13 waarin een onderscheid wordt gemaakt volgens de grootte van de ondernemingen⁽²⁾. Opmerkelijk is de structureel hogere aanwendingsgraad bij de kmo's, die traditioneel afhankelijker zijn van bancaire krediet dan de grote ondernemingen, die over meer alternatieve financieringsmogelijkheden beschikken.

Vanaf 2007 gaf de aanwendingsgraad van de kredieten een opleving te zien, zowel bij de kmo's als bij de grote ondernemingen. In 2005-2006 bedroeg hij gemiddeld 84% voor de kmo's en 57% voor de grote ondernemingen. In de loop van de periode 2007-2011 steeg deze aanwendingsgraad evenwel tot 85% en 62% voor respectievelijk de kmo's en de grote ondernemingen. Alle grootten en sectoren door elkaar genomen, nam de aanwendingsgraad van de kredieten door de niet-financiële vennootschappen tussen 2006 en 2011 met 10% toe. Dit verloop lijkt erop te wijzen dat de ondernemingen, gelet op de moeite om nieuwe kredieten te verkrijgen, hun bestaande kredietmogelijkheden maximaal hebben trachten te benutten.

(1) De gebruikte gegevens eindigen op 31 maart 2012. Nadien was, in de nieuwe Centrale voor kredieten de drempel van € 25 000 niet langer van toepassing.

(2) Het onderscheid volgens grootte van onderneming is gebaseerd op het type van schema dat wordt gebruikt om de jaarrekening in te dienen (verkort schema = kmo, volledig schema = grote onderneming). Hier worden alleen de ondernemingen in aanmerking genomen die hun jaarrekening in de loop van de afgelopen 60 maanden ten minste één keer bij de Balanscentrale hebben ingediend.

De moeite die de kmo's na het uitbreken van de crisis ondervonden om zich toegang te verschaffen tot bancaire krediet blijkt ook uit de enquête die het Kenniscentrum voor Financiering van KMO (KeFiK, 2013) organiseerde naar de financiering van de kmo's. Daarin werd immers vastgesteld dat in 2009 17% van de kmo's die bancaire krediet aanvraag, geweigerd werd. Dat was aanzienlijk meer dan in 2008 (9%). In 2010 en 2011 nam dat percentage weigeringen opnieuw af tot respectievelijk 15% en 13%, wat nog steeds meer was dan vóór het uitbreken van de crisis. In 2012 bedroeg dat percentage 16%, wat bevestigt dat de kmo's het sedert het begin van de crisis toch moeilijk bleven hebben om bij de banken krediet te verwerven.

Deze tendens werd bevestigd door de enquête die de FOD Economie (FOD Economie, 2012) hield naar de toegang van kmo's tot financiering, aangezien het percentage geweigerde kredietaanvragen bij banken blijkbaar was toegenomen, van 2% in 2007 tot 6% in 2010. De grootste daling van het percentage weigeringen werd daarentegen opgetekend bij de 'overige bronnen' van financiering in de vorm van leningen: in 2007 werd 78% van die aanvragen geweigerd, tegen slechts 39% in 2010⁽¹⁾.

Uit grafiek 14 blijkt dat de sectoren waarin de aanwendingsgraad van de kredieten tussen 2006 en 2011 sterker

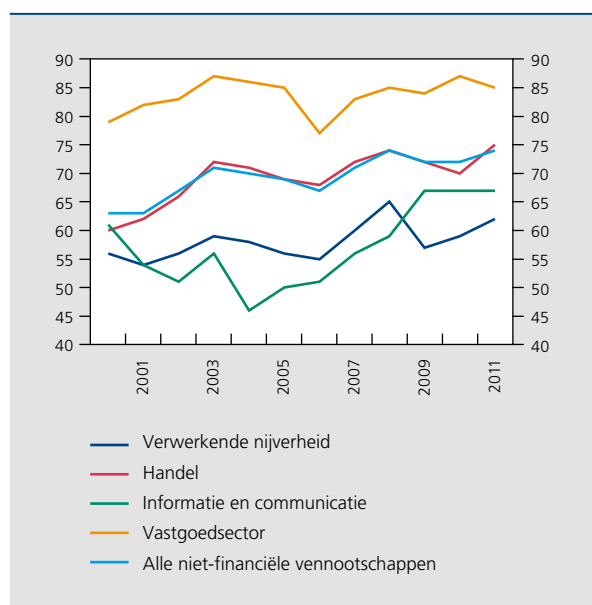
dan gemiddeld steeg, die sectoren zijn waarin de kapitaalverhogingen bij de kmo's met een financieringsbehoefte sterk toenamen, namelijk de verwerkende nijverheid, de handel, de vastgoedsector en de informatie- en communicatiesector. Deze laatste is daar overigens de beste illustratie van, aangezien hij de sterkste stijging van de aanwendingsgraad van de verleende kredieten liet optekenen (+32% tussen 2006 en 2011) alsook de grootste toename van de kapitaalverhogingen van kmo's met een financieringsbehoefte (+173% tussen 2005 en 2011). Dit bevestigt dus kennelijk de hypothese dat het almaar grotere beroep van kmo's op financiering via kapitaalverhoging op zijn minst voor een deel voortvloeit uit het feit dat de toegang tot de kredietmarkt als gevolg van de financiële crisis wordt bemoeilijkt.

Conclusie

Door de tabel van middelen en bestedingen die de Balanscentrale voor de afzonderlijke ondernemingen heeft ontwikkeld, op een geaggregeerd niveau te gebruiken, zijn in dit artikel bepaalde tendensen geïdentificeerd inzake de populatie van ondernemingen met een financieringsbehoefte, de oorzaken van deze behoefte en de externe middelen die zijn aangewend om erin te voorzien.

Uit de analyse van het verloop van het financieringssaldo van de ondernemingen blijkt dat dit saldo wordt bepaald door de conjuncturele situatie. De periodes waarin de financieringsbehoefte van de ondernemingen het grootst was (in 2008 en in 2011) deden zich voor als gevolg van een conjuncturele kentering. Deze situatie heeft kennelijk te maken met de inkrimping van de intern beschikbare middelen en met het feit dat de investeringen met een zekere vertraging plaatshebben ten opzichte van de conjuncturele situatie. Een onderscheid volgens ondernemingsgrootte leert dat het financieringssaldo en de determinanten ervan méér schommelen voor grote ondernemingen dan voor kmo's, dit onder invloed van transacties van enkele grote ondernemingen. Deze ietwat grotere gevoeligheid van de grote ondernemingen voor de economische conjunctuur tijdens de crisis van 2009 wordt weerspiegeld in de statistische verdeling van het financieringssaldo van de ondernemingen. Zo verschoven bij de grote ondernemingen zowel het hoogste als het laagste punt van de verdeling (dat wil zeggen de ondernemingen met respectievelijk de grootste overschotten en de grootste financieringsbehoeften) in 2009 opwaarts en, vervolgens, in 2011 neerwaarts. Bij de kmo's bleef het

GRAFIEK 14 AANWENDINGSGRAAD VAN DE VERLEENDE KREDIETEN, PER SECTOR
(in %)



Bron: NBB (Centrale voor kredieten aan ondernemingen)⁽¹⁾.

(1) De gegevens zijn gebaseerd op de databank CKO1. De Centrale beschikt ondertussen over een hervormde databank maar door een gewijzigde methodologie is een lange historische tijdreeks niet mogelijk.

(1) Ook uit ander onderzoek, waaronder de ECB-enquête "Survey on the access to finance of small and medium sized enterprises in the euro area" worden vergelijkbare conclusies getrokken.

hoogste punt van de distributie vrij stabiel, wat betekent dat de ondernemingen met een financieel overschot minder zwaar door de conjunctuur werden getroffen (positief of negatief).

Wordt de analyse verfijnd tot op het sectorspecifieke niveau, dan blijkt dat sommige bedrijfstakken regelmatig dan andere een overschot of een financieringstekort vertonen. Zo geeft de vastgoedsector bij de kmo's sinds 2005 regelmatig een financieel overschot te zien, dankzij intern beschikbare middelen die vaak omvangrijker zijn dan de netto-investeringen van de sector. Bovendien telt de vastgoedsector verhoudingsgewijs veel minder ondernemingen met een financieringsbehoefte dan de andere branches. Omgekeerd hebben de handel, de verwerkende nijverheid en de bouwnijverheid doorgaans een financieringsbehoefte. Bij de grote ondernemingen heeft de verwerkende nijverheid meestal een financieel overschot, in tegenstelling tot de informatie- en communicatiesector.

Uit de uitsplitsing naar gewest van het verloop van het financieringssaldo van de ondernemingen blijkt dat Vlaanderen vanaf 2008 in alle bedrijfstakken een financieringsbehoefte liet optekenen, wat in Brussel en Wallonië pas vanaf 2009 het geval was. In Vlaanderen en in Wallonië was vooral de verwerkende nijverheid verantwoordelijk voor dit verloop, in het bijzonder de chemische en farmaceutische sector en, vooral in Vlaanderen, de metaalverwerkende nijverheid. In Brussel waren het veeleer de dienstensectoren die het financieringssaldo beïnvloedden, gelet op de economische structuur van dit stedelijk gewest, die voor het merendeel uit dienstenbedrijven bestaat. Er is tevens gebleken dat Brussel verhoudingsgewijs meer ondernemingen met een financieringsbehoefte telde, wellicht vanwege de oververtegenwoordiging van de grote ondernemingen in dit gewest en het feit dat relatief méér van deze ondernemingen financiering nodig hebben.

Door de ondernemingen met een financieel overschot en die met een financieringsbehoefte van elkaar te onderscheiden, kwamen van deze laatste groep bepaalde kenmerken tot uiting. De ondernemingen met een financieringsbehoefte hebben doorgaans weinig intern beschikbare middelen, doen meer materiële en immateriële investeringen en zien hun nettobedrijfsactiva toenemen, terwijl ondernemingen met een positief financieringssaldo deze activa verminderen. Dit valt vooral op bij de kmo's, waar zich in de groep van de ondernemingen die tussen

2000 en 2011 een financieel overschot hadden, een almaar forsere daling van de nettobedrijfsactiva aftekent, terwijl hun financieel overschot groter werd.

Uit de analyse van de financieringsbronnen van de ondernemingen blijkt dat de financiering via kapitaal in 2006 sterk toenam, wellicht omdat in dat jaar de fiscale maatregel met betrekking tot de notionele interestaftrek werd ingevoerd. Vervolgens werd de financiering via kapitaal steeds belangrijker, vooral bij kmo's die financiering nodig hadden en die duidelijk de kapitaalverandering steeds sterker zagen stijgen en de nieuwe langlopende financiële verplichtingen zagen teruglopen. Als gevolg van de crisis vertraagde de bancaire kredietverlening en versnelde de niet-bancaire kredietverlening (hoofdzakelijk intragroepelingen), vooral voor langlopende kredieten, en dit zowel bij de grote ondernemingen als bij de kmo's. De bancaire financiering van de ondernemingen ging er bijgevolg relatief op achteruit.

Deze ontwikkelingen zijn toe te schrijven aan de op de kredietmarkt geldende voorwaarden die, volgens de kwalitatieve enquêtes bij banken en bedrijfsleiders, vanaf 2007 zijn verslechterd. Deze spanning op de markt van het bancaire krediet bleek ook uit de cijfers die de Centrale voor kredieten aan ondernemingen bij de ondernemingen verzamelde en die aangaven dat de aanwendingsgraad van de verleende kredieten vanaf 2007 was gestegen, zowel bij de kmo's als bij de grote ondernemingen, wat bewijst dat ze niet zo gemakkelijk nieuwe kredieten kunnen verkrijgen. Deze vaststelling werd bevestigd door twee andere enquêtes naar de toegang tot financiering van de kmo's, die werden gehouden door respectievelijk het Kenniscentrum voor Financiering van KMO (KeFiK) en de FOD Economie; uit deze enquêtes bleek tevens dat, na het uitbreken van de crisis, bij de banken meer kredietaanvragen werden afgewezen.

Tot slot kan uit de sectorspecifieke analyse van de aanwendingsgraad van de kredieten worden afgeleid dat de sectoren met de sterkste stijging van die aanwendingsgraad ook de sectoren zijn waarin de kmo's met een financieringsbehoefte de financiering via kapitaalverhoging het sterkst hebben zien versnellen. Dit bevestigt kennelijk de hypothese dat het almaar grotere beroep dat kmo's op financiering via kapitaal doen, op zijn minst voor een deel voortvloeit uit het feit dat de toegang tot de kredietmarkt als gevolg van de financiële crisis moeilijker of duurder wordt.

Bibliografie

Baugnet V. en M.-D. Zachary (2007), 'De financiering van de Belgische ondernemingen in Europees perspectief', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 65-83.

Deville, X. en F. Verduyn (2012), *Implementation of EU legislation on rail liberalization in Belgium, France, Germany and the Netherlands*, NBB Working Paper nr. 221.

NBB (2006), *Jaarverslag 2005*.

NBB (2007), *Jaarverslag 2006*.

NBB (2008 a), *Balanscentrale – Ondernemingsdossier – Methodologie en gebruiksaanwijzing*, oktober.

NBB (2008 b), *Jaarverslag 2007*.

NBB (2009), *Jaarverslag 2008*.

NBB (2010), *Jaarverslag 2009*.

NBB (2011), *Jaarverslag 2010*.

NBB (2012), *Jaarverslag 2011*.

KeFiK (2013), *KeFiK-enquête KMO-financiering 2012*.

OESO (2007), *Perspectives économiques de l'OCDE*, volume 2007/2, n°82, décembre.

FOD Economie, K.M.O., Middenstand en Energie (2012), *Toegang tot financiering*, maart.

Vivet D. (2012), 'Resultaten en financiële situatie van de ondernemingen in 2011', NBB, *Economisch Tijdschrift*, december, 69-101.

Bijlage I: berekening van de posten van de tabel van middelen en bestedingen^(*)

1. Volledig schema

Vooraleer de tabel van middelen en bestedingen wordt opgesteld, worden controles uitgevoerd die de coherentie en de juistheid nagaan van een aantal boekingen. De eventuele verschillen die door deze controles aan het licht worden gebracht, worden in bepaalde posten van de tabel geïntegreerd. Zulke aanpassingen zijn noodzakelijk om het algemeen evenwicht tussen de middelen en bestedingen van het boekjaar te verzekeren.

De lijst van die controlevergelijkingen volgt hieronder. Het resultaat van elke controle wordt opgenomen onder een fictieve post C (posten C1 tot C16). Deze fictieve posten zijn opgenomen in de definitie van de verschillende posten van de tabel van middelen en bestedingen.

1.1 Controles met betrekking tot de afschrijvingen en waardeverminderingen

Voor de afschrijvingen en waardeverminderingen moet worden nagegaan of de gegevens in de resultatenrekening coherent zijn met de gegevens die in de toelichting voorkomen. Bij verschillen worden de gegevens van de resultatenrekening in overeenstemming gebracht met die van de toelichting.

- a. De afschrijvingen en waardeverminderingen die worden afgeboekt bij de overdracht van vaste activa worden in de toelichting vaak verkeerd als 'teruggenomen' vermeld.

Deze anomalie wordt gecorrigeerd door het bedrag van de afgeboekte afschrijvingen en waardeverminderingen te verhogen met het verschil tussen de teruggenomen afschrijvingen en waardeverminderingen vermeld in de toelichting en deze uit de resultatenrekening.

Immateriële en materiële vaste activa: $C_1 = 8\,089 + 8\,289 - 760$

Financiële vaste activa: $C_2 = 8\,484 + 8\,614 - 761$

- b. Sommige ondernemingen nemen in hun afschrijvingen en waardeverminderingen op vaste activa waardecorrecties op die betrekking hebben op vlottende activa. Zulke waardecorrecties moeten worden toegevoegd aan de intern beschikbare middelen wil men de nettoverandering in de vaste activa exact kunnen vaststellen.

– Verschil tussen de nettoafschrijvingen en waardeverminderingen op oprichtingskosten, immateriële en materiële vaste activa in de resultatenrekening en in de toelichting:

$$C_3 = (8\,003 + 8\,079 - 8\,089 + 8\,279 - 8\,289) - (630 - 760 + 660 + 6\,501) + C_1$$

– Verschil tussen de nettowaardeverminderingen op financiële vaste activa in de resultatenrekening en in de toelichting:

$$C_4 = (8\,474 - 8\,484 + 8\,604 - 8\,614) - (661 - 761) + C_2$$

– Bedrag waarmee de intern beschikbare middelen moeten worden verhoogd:

$$C_5 = C_3 + C_4$$

(*) Bron: uittreksel van NBB, *Balanscentrale – Ondernemingsdossier – Methodologie en gebruiksaanwijzing*, oktober 2008, 51-60.

1.2 Veranderingen van posten met betrekking tot het eigen vermogen die in de balans voorkomen, maar niet uit de resultatenrekening of uit de toelichting blijken

Bepaalde boekingen oefenen een invloed uit op de voorzieningen, het overgedragen resultaat en de reserves die in de balans voorkomen, maar die niet over de resultatenrekening lopen. De bedragen in kwestie werden bepaald door het verloop van de voornoemde posten zoals dat wordt afgeleid uit de vergelijking van twee opeenvolgende balansen, te vergelijken met de verandering die uit de resultatenrekening blijkt. Ook voor de herwaarderingsmeerwaarden wordt het verloop, dat blijkt uit de balansen, vergeleken met de verandering die in de toelichting wordt teruggevonden; zo kunnen eventuele overboekingen van de meerwaarde naar het kapitaal of naar de reserves worden afgezonderd.

- Verschil tussen de verandering van het overgedragen resultaat in de balans en de verandering ervan in de tabel van de resultaatverwerking:

$$C_6 = 14P - 14 \$^{(1)}$$

- Verschil tussen de verandering van de reserves in de balans en in de resultatenrekening:

$$C_7 = (13 - 13 \$) - (6\ 920 + 6\ 921 - 792 + 689 - 789)$$

- Verschil tussen de verandering van de voorzieningen en uitgestelde belastingen in de balans en in de resultatenrekening:

$$C_8 = (16 - 16 \$) - (635/7 + 662 - 762 + 680 - 780 + 6\ 560 - 6\ 561)$$

- Overdrachten van meerwaarden:

$$C_9 = (12 - 12 \$) - (8\ 219 - 8\ 239 + 8\ 249 + 8\ 414 - 8\ 434 + 8\ 444)$$

- Bedrag waarmee de intern beschikbare middelen moeten worden verhoogd:

$$C_{10} = C_6 + C_7 + C_8 + C_9$$

1.3 Verschil tussen de waarde van de vaste activa in de balans en de waarde vermeld in de toelichting

Een dergelijk verschil komt voort uit fusies, opslorpingen, splitsingen en overdrachten van activiteiten die tijdens het boekjaar hebben plaatsgehad en het wordt toegevoegd aan (of afgetrokken van) de aanschaffingswaarde van vaste activa.

- Oprichtingskosten: $C_{11} = 20P - 20 \$$

- Immateriële vaste activa: $C_{12} = 8\ 059P - 8\ 129P - 21 \$$

- Materiële vaste activa: $C_{13} = 8\ 199P + 8\ 259P - 8\ 329P - 22/27 \$$

- Financiële vaste activa: $C_{14} = 8\ 394P + 8\ 454P - 8\ 524P - 8\ 554P + 8\ 644P - 28 \$$

1.4 Overboekingen van een balanspost naar een andere, met betrekking tot de immateriële en materiële vaste activa⁽²⁾

- Immateriële vaste activa: $C_{15} = 8\ 049 - 8\ 119$

- Materiële vaste activa: $C_{16} = 8\ 189 - 8\ 319$

(1) De posten aangeduid met '\$' hebben betrekking op het vorige boekjaar.

(2) De overboeking van financiële vaste activa naar de geldbeleggingen of omgekeerd komt uitdrukkelijk voor in de financiële investeringen op lange termijn.

Aantal maanden van het boekjaar

Toegevoegde waarde	R103	70 / 74 – 740 – 60 – 61
+ Exploitatiesubsidies	R104	740
– Personeelskosten	R105	– (62)
– Andere bedrijfskosten	R106	– (640/8 + 649)
Brutobedrijfsresultaat	R107	70/74 – 60 – 61 – 62 – 640/8 – 649
+ Opbrengsten uit financiële vaste activa	R108	750
+ Opbrengsten uit vlottende activa	R109	751
+ Andere financiële opbrengsten	R110	752/9 – 9125 – 9126
+ Interestsubsidies	R111	9126
+ Andere uitzonderlijke opbrengsten	R112	764/9
+ Tussenkost van de vennoten in het verlies	R113	794
– Kosten van schulden	R114	– (650 – 6501)
– Waardeverminderingen op vlottende activa	R115	– (651 + 631/4)
– Andere financiële kosten	R116	– (652/9 – 6560 + 6561)
– Andere uitzonderlijke kosten	R117	– (664/8)
+ Als herstructureringskosten geactiveerde uitzonderlijke kosten ...	R118	– 669
– Belastingen op het resultaat	R119	– (67/77)
– Uit te keren winst	R120	– (694/6)
± Boekhoudkundige aanpassingen ⁽¹⁾	R121	C5 + C10
Intern beschikbare middelen (zelffinancieringscapaciteit)	R122	70/74 – 60 – 61 – 62 – 631/4 – 640/8 – 649 + (75 – 9125) – 65 + 6501 + 6560 – 6561 + 764/9 – 664/8 – 669 – 67/77 + 794 – 694/6 + C5 + C10

(1) Boekhoudkundige aanpassingen, bedoeld om de samenhang te herstellen tussen het verloop van de resultatenrekening en van het eigen vermogen in de balans. Deze aanpassingen worden opgenomen in de fictieve posten C1 tot C16.

Intern beschikbare middelen	R201	R122
+ Ontvangen kapitaalsubsidies	R202	15 – 15 \$ + 9125
– Investerings in immateriële en materiële vaste activa	– R203	– (R204 – R205)
<i>Aanschaffingen</i>	R204	(a1) + (a2) + (a3) + (a4)
<i>Verandering van de oprichtingskosten</i>	(a1)	8002 + 8004
<i>Aanschaffing van immateriële vaste activa</i>	(a2)	8029 – 8099
<i>Aanschaffing van materiële vaste activa</i>	(a3)	8169 + 8229 – 8299
<i>Andere veranderingen</i> ⁽¹⁾	(a4)	C11 + C12 + C13
<i>Overdrachten</i>	R205	(b1) + (b2) + (b3)
<i>Overdrachten van immateriële vaste activa</i>	(b1)	8039 – 8109 – C15
<i>Overdrachten van materiële vaste activa</i>	(b2)	8179 – 8309 – C1 – C16
<i>Nettomeerwaarden bij de realisatie</i>	(b3)	763 – 663
– Toename (+ afname) van de nettobedrijfsactiva	– R206	– [(c1) – (c2)]
<i>Verandering van de niet-financiële activa op korte termijn</i>	(c1)	(3 + 40/41 + 490/1) – (3 \$ + 40/41 \$ + 490/1 \$)
<i>Verandering van de niet-financiële passiva op korte termijn</i>	(c2)	(44 + 45 + 46 + 47/48 + 492/3 + 8861 + 8891 + 8901) – (44 \$ + 45 \$ + 46 \$ + 47/48 \$ + 492/3 \$ + 8861 \$ + 8891 \$ + 8901 \$)
Financieringsoverschot (+) of -behoefte (–)	R207	R201 + R202 – R203 – R206
– Financiële investeringen op lange termijn	– R208	– [(d1) + (d2) – (d3)]
<i>Aanschaffing van financiële vaste activa</i>	(d1)	8364 – 8544 + 8584 + 8634 – 8494 + 8424 + 8624 + C14
<i>Verandering van vorderingen op meer dan één jaar</i>	(d2)	29 – 29 \$
<i>Overdrachten van financiële vaste activa</i>	(d3)	8374 + 8594 – 8504 – C2 – (8384 – 8514)
– Toename (+ afname) van de geldbeleggingen en de liquide middelen	– R209	– (50/53 – 50/53 \$ + 54/58 – 54/58 \$)
Te financieren totaal (–) [of totaal overschot (+)]	R210	R207 – R208 – R209

(1) Verschil tussen de waarde van de niet-financiële vaste activa, vermeld in de balans op de afsluitingsdatum van het vorige boekjaar, en de waarde vermeld in de toelichting.

Externe middelen

Verandering van het kapitaal en van de uitgiftepremies	R211	10 – 10 \$ + 11 – 11 \$ + 791 – 691
Verandering van de schulden op lange termijn	R212	17 – 17 \$
waarvan verandering van de schulden ten aanzien van de kredietinstellingen	R213	173 – 173 \$
Verandering van de financiële schulden op korte termijn	R214	43 – 43 \$ + 8801 – 8801 \$
waarvan verandering van de schulden ten aanzien van de kredietinstellingen	R215	430/8 – 430/8 \$ + 8841 – 8841 \$
Totaal van de externe financiële middelen	R216	R211 + R212 + R214

2. Verkort schema

Vooraleer de tabel van middelen en bestedingen wordt opgesteld, worden controles uitgevoerd die de coherentie en de juistheid nagaan van een aantal boekingen. De eventuele verschillen die door deze controles aan het licht worden gebracht, worden in bepaalde posten van de tabel geïntegreerd. Dergelijke aanpassingen zijn noodzakelijk om het algemeen evenwicht tussen de middelen en de bestedingen van het boekjaar te verzekeren.

De lijst van die controlevergelijkingen volgt hieronder. Het resultaat van elke controle wordt opgenomen onder een fictieve post A (posten A_1 tot A_{11}). Deze fictieve posten zijn opgenomen in de definitie van de verschillende posten van de tabel van middelen en bestedingen.

2.1 Controles met betrekking tot de afschrijvingen en waardeverminderingen

Enkel de op de resultatenrekening genoteerde afschrijvingen en waardeverminderingen (post 630) kunnen worden vergeleken met de afschrijvingen en waardeverminderingen die in de bijlage zijn vermeld:

$$A_1 = (8\ 079 + 8\ 279) - 630$$

De in de bijlage ingeschreven afschrijvingen nemen ook de uitzonderlijke afschrijvingen in aanmerking, maar niet de afschrijvingen op oprichtingskosten. Aangezien de in de intern beschikbare middelen opgenomen afschrijvingen worden aangepast aan de in de bijlage vermelde bedragen, staan de afschrijvingen op oprichtingskosten, na correctie, niet langer in de interne middelen.

2.2 Verandering van posten met betrekking tot het eigen vermogen die in de balans voorkomen, maar niet uit de resultatenrekening of uit de toelichting blijken

– Verschil tussen de verandering van de passiefrekening 'Overgedragen resultaat' en de verandering ervan in de tabel van de toewijzingen en onttrekkingen van de resultaatrekening:

$$A_2 = (14P - 14 \$)$$

– Verschil tussen de verandering van de reserves in de balans en in de resultatenrekening (ongerekend de onttrekkingen aan de niet-belastingvrije reserves):

$$A_3 = (13 - 13 \$) - (6\ 920 + 6\ 921 + 689 - 789)$$

De vergelijking tussen het verloop van de reserves op de passiefzijde en de overeenstemmende toevoegingen op de resultatenrekening houden geen rekening met eventuele onttrekkingen. Bijgevolg omvatten de in de interne middelen opgenomen reserves uitsluitend de toevoegingen verminderd met de eventuele onttrekkingen aan belastingvrije reserves (789); de andere onttrekkingen staan bij de middelen in de samenstelling van de eigen middelen (onttrekkingen aan het eigen vermogen, 791/2).

– De verandering van de voorzieningen en uitgestelde belastingen in de balans mag enkel worden vergeleken met louter de in de resultatenrekening opgenomen toevoegingen:

$$A_4 = (16 - 16 \$) - (635/7 + 680 - 780 + 656)$$

Uit tests blijkt dat deze controle nuttig is (zelfs indien onvolledig) vanwege de talrijke provisieverhogingen op de passiefzijde waarvan de tegenpost, op de resultatenrekening, in een andere post staat dan die welke betrekking heeft op de provisi toevoegingen (afschrijvingen, overige kosten, ...).

– Overdrachten van meerwaarden:

$$A_5 = (12 - 12 \$) - (8\ 219 - 8\ 239 + 8\ 249 + 8\ 415 - 8\ 435 + 8\ 445)$$

- Bedrag waarmee de intern beschikbare middelen moeten worden verhoogd:

$$A_6 = A_2 + A_3 + A_4 + A_5$$

De voornoemde opmerkingen hebben dus voornamelijk een weerslag op de berekening van de intern beschikbare middelen waarvan de voornaamste verschillen ten opzichte van de middelen die zijn berekend voor de volledige modellen zich voordoen:

- in de gerealiseerde nettomeerwaarden, die eraan worden toegevoegd
- in de onttrekkingen aan de (niet-belastingvrije) reserves en de afschrijvingen op oprichtingskosten, enerzijds, en de verschillen tussen de in de bijlage en in de resultatenrekening vermelde terugnemingen van afschrijvingen en waardeverminderingen ($C_1 + C_2$), anderzijds, die er niet in voorkomen.

2.3 Verschil, bij de afsluiting van het voorgaande boekjaar, tussen de waarde van de vaste activa op de balans en de waarde die in de bijlage is vermeld

Een dergelijk verschil komt voort uit fusies, opslorpingen, splitsingen en overdrachten van activiteiten die tijdens het boekjaar hebben plaatsgehad en het wordt toegevoegd aan (of afgetrokken van) de aanschaffingswaarde van vaste activa.

- Immateriële vaste activa: $A_7 = 8\,059P - 8\,129P - 21 \$$
- Materiële vaste activa: $A_8 = 8\,199P + 8\,259P - 8\,329P - 22/27 \$$
- Financiële vaste activa: $A_9 = 8\,395P + 8\,455P - 8\,525P - 8\,555P - 28 \$$

2.4 Overboekingen van een balanspost naar een andere, met betrekking tot de immateriële en materiële vaste activa⁽¹⁾

- Immateriële vaste activa: $A_{10} = 8\,049 - 8\,119$
- Materiële vaste activa: $A_{11} = 8\,189 - 8\,319$

(1) De overboeking van financiële vaste activa naar de geldbeleggingen of omgekeerd komt uitdrukkelijk voor in de financiële investeringen op lange termijn.

Aantal maanden van het boekjaar

Toegevoegde waarde	R101	9900
- Personeelskosten	R102	– (62)
- Andere bedrijfskosten	R103	– (640/8 + 649)
Brutobedrijfsresultaat	R104	9900 – 62 – 640/8 – 649
+ Financiële opbrengsten	R105	75 – 9125
+ Andere uitzonderlijke opbrengsten	R106	76 – (8089 + 8289 + 8485)
+ Tussenkost van de vennoten in het verlies	R107	794
- Financiële kosten	R108	– (65 – 656)
- Waardeverminderingen op vlottende activa	R109	– (631/4)
- Andere uitzonderlijke kosten	R110	– (66 – 8475)
- Belastingen op het resultaat	R111	– (67/77)
- Uit te keren winst	R112	– (694/6)
± Boekhoudkundige aanpassingen ⁽¹⁾	R113	A1 + A6
Intern beschikbare middelen (zelffinancieringscapaciteit)	R114	9900 – 62 – 631/4 – 640/8 – 649 + (75 – 9125) – 65 + 656 + 76 – 8089 – 8289 – 8485 – 66 + 8475 – 67/77 + 794 – 694/6 + A1 + A6

(1) Boekhoudkundige aanpassingen, bedoeld om de samenhang te herstellen tussen het verloop van de resultatenrekening en van het eigen vermogen in de balans. Deze aanpassingen worden vermeld in de fictieve posten A1 tot A11.

Intern beschikbare middelen	R201	R114
+ Ontvangen kapitaalsubsidies	R202	15 – 15 \$ + 9125
– Netto-investeringen in immateriële en materiële vaste activa	– R203	– (R204 – R205)
<i>Aanschaffingen</i>	R204	20 – 20 \$ + 8029 – 8099 + 8169 + 8229 – 8299 + A7 + A8
<i>Overdrachten</i>	R205	8039 – 8109 – A10 + 8179 – 8309 – A11
– Toename (+ afname) van de nettobedrijfsactiva	– R206	– [(c1) – (c2)]
<i>Verandering van de niet-financiële activa op korte termijn</i> (c1)		(3 + 40/41 + 490/1) – (3 \$ + 40/41 \$ + 490/1 \$)
<i>Verandering van de niet-financiële passiva op korte termijn</i> (c2)		(44 + 45 + 46 + 47/48 + 492/3) – (44 \$ + 45 \$ + 46 \$ + 47/48 \$ + 492/3 \$)
Financieringsoverschot (+) of -behoefte (–)	R207	R201 + R202 – R203 – R206
– Financiële investeringen op lange termijn	– R208	– [(b1) + (b2) – (b3)]
<i>Aanschaffing van financiële vaste activa</i> (b1)		8365 + 8386 – 8545 – 8495 + 8425 + A9
<i>Verandering van vorderingen op meer dan één jaar</i> (b2)		29 – 29 \$
<i>Overdrachten van financiële vaste activa</i> (b3)		8375 – 8505 – 8385 + 8515
– Toename (+ afname) van de geldbeleggingen en de liquide middelen	– R209	– (50/53 – 50/53 \$ + 54/58 – 54/58 \$)
Te financieren totaal (–) [of totaal overschot (+)]	R210	R207 – R208 – R209
Externe middelen		
Verandering van het kapitaal en van de uitgiftepremies	R211	10 – 10 \$ + 11 – 11 \$ + 791/2 – 691
Verandering van de schulden op lange termijn	R212	17 – 17 \$
waarvan verandering van de schulden ten aanzien van de kredietinstellingen	R213	172/3 – 172/3 \$
Verandering van de financiële schulden op korte termijn	R214	43 – 43 \$ + 42 – 42 \$
waarvan verandering van de schulden ten aanzien van de kredietinstellingen	R215	430/8 – 430/8 \$
Totaal van de externe financiële middelen	R216	R211 + R212 + R214

Bijlage II : Bedrijfstakgroeperingen

BEDRIJFSTAKGROEPERINGS

	Afdelingen NACE-BEL 2008
Verwerkende nijverheid	10-33
waarvan :	
Landbouw- en voedingsnijverheid	10-12
Textiel, kleding en schoeisel	13-15
Houtnijverheid, papier en drukkerijen	16-18
Chemische en farmaceutische nijverheid	20-21
Ijzer- en staalnijverheid	24-25
Metaalverwerkende nijverheid	26-30
Niet-verwerkende bedrijfstakken	01-09, 35-82, 85.5 en 9⁽¹⁾
waarvan :	
Handel	45-47
Vervoer en opslag	49-53
Verblijfsaccommodaties en restaurants	55-56
Informatie en communicatie	58-63
Exploitatie van en handel in onroerend goed	68
Diensten aan ondernemingen	69-82
Energie, water en afval	35-39
Bouwnijverheid	41-43

(1) Ongerekend 64, 65, 701, 75, 94, 98 en 99.

Summaries of articles

The Belgian economy in global value chains. An exploratory analysis

Data on global value chains are shedding new light on foreign trade. Since exports largely rely on intermediate imports, breaking up exports into foreign and domestic value-added contents allows for a more comprehensive understanding of the foreign trade and the national accounts statistics. After describing the conceptual framework, the paper presents some exploratory findings on the Belgian economy. Most notably, it stresses that re-exportations of merchandise and the value added content provided by service sectors are of great importance for industrial exports. The analysis also makes it possible to better identify the initial origin of inputs used in goods manufactured for export as well as the goods' final destination.

JEL codes: F10, F23, F60

Key words: global value chains, exports, globalization

Decoupled and resilient? The changing role of emerging market economies in an interconnected world

For the last two or three decades, the global economy has been going through an extraordinary transition phase. This period has been marked by stronger integration among economies, fuelled by falling trade and communication costs, but above all by the rising prominence of emerging market and developing economies (EMDE), which as a group have enjoyed persistently higher growth than advanced economies (AE) and have shown greater resilience than in the past. This performance has to a large extent resulted from the use of better policy frameworks and institutions as well as the ability to implement counter-cyclical economic policies. While EMDEs were certainly not spared from the 2008/2009 global financial crisis, these features have helped them to limit its adverse impact and handle the crisis better than similar events in the past. Furthermore, and despite some regional exceptions, EMDEs generally bounced back more rapidly and vigorously from the Great Recession than AEs. The article shows how EMDEs' growing weight in the global economy and the multiplication of their connections with other parts of the world have reshaped the global economic landscape. It illustrates how the one-directional influence of AEs on EMDEs' business cycles has gradually diminished. While this does not imply full decoupling, it nevertheless suggests that the interdependence between EMDEs and AEs is becoming increasingly two-sided.

JEL codes: E32, F02, F41, F42

Key words: globalization, business cycles, decoupling, emerging economies, resilience

Structure and distribution of household wealth : An analysis based on the HFCS

The total financial wealth of households can be deduced from the financial accounts, and their total real wealth can be assessed on the basis of estimates of property ownership and property prices. However, these macro-economic information sources reveal little about the distribution of wealth among households. That requires micro-economic survey data. The Household Finance and Consumption Survey (HFCS) comprises that type of micro-economic data. The article uses the processed results of the first wave of that survey to analyse the structure and distribution of household wealth. Regarding household assets, we find wide international variations in home ownership. There is a low level of participation in most financial assets (other than deposits), except for the wealthiest households. In regard to debt, the author finds a relatively low percentage of households with debts in the euro area, but once again there are considerable international variations. If all assets and debts are taken into account, the wealth of Belgian households is substantial by international standards. Net wealth seems to be more unevenly distributed than income. Here, too, there are considerable variations between euro area countries. Real assets and mortgage debts play a significant role in this respect. The HFCS is a rich and – certainly for Belgium – reliable statistical source with a great deal of new information on household finances in the broad sense. The micro-economic statistics provided by the HFCS are suitable mainly for structural analyses, but the macro-economic data are useful for global analyses.

JEL codes: D14, D31

Key words: household finance, household survey, wealth

Causes and implications of the low level of the risk-free interest rate

In most advanced economies, risk-free interest rates – i.e. the rates applicable to assets with minimal credit risk – have fallen to historically low levels over the recent period, in both nominal and real terms. These interest rates are particularly important because they serve as the basis for pricing other interest rates in the economy. The article looks at the current level of nominal and real risk-free interest rates in a historical perspective. Next, on the basis of an analytical framework of interest rate determinants, it describes the main factors behind the developments in risk-free interest rates in the United States and in the euro area since 1990. It then discusses how a low interest rate environment helps to safeguard macroeconomic stability – and hence price stability – but also deals with the potential risks for financial stability that such an environment may imply. Finally, it considers two specific interest rate risks in more detail. In particular, it illustrates the challenges which persistently low interest rates present for the insurance sector and for pension funds, as well as the risks stemming from a sudden rise in interest rates.

JEL codes: E43, E44, E52, E58

Key words: risk-free interest rate, monetary policy, macroeconomic stability, financial stability, Euro area, United States

Company financing in Belgium – Analysis using supply and use tables

The issue of how companies are financed, notably small companies, has been a recurring topic in the news and in numerous surveys and studies. It is especially relevant in the wake of the recent financial crisis.

By using a table of aggregate receipts and expenditures developed by the Central Balance Sheet Office for individual companies, the article describes the characteristics of companies with a

financing need at the end of their financial year and the reason for the need. Statistics are broken down by company size, sector and region. The article then looks at the external resources used to meet those financing needs and finds, notably, an increase in equity financing among small companies in recent years. The analysis is supported by various statistics supplied by the Central Corporate Credit Register and by recent qualitative studies.

JEL codes: G32, M49

Key words: corporate finance, financial crisis, accounting data

Abstracts from the Working Papers series

242. Economic importance of the Belgian ports: Flemish maritime ports, Liège port complex and the port of Brussels – Report 2011, by Cl. Mathys, July 2013

The Flemish maritime ports (Antwerp, Ghent, Ostend, Zeebrugge), the Autonomous Port of Liège and the port of Brussels play a major role in their respective regional economies and in the Belgian economy, not only in terms of industrial activity but also as intermodal centers facilitating the commodity flow.

The paper provides an extensive overview of the economic importance and development of these ports for the period 2006-2011, with an emphasis on 2011. Focusing on the three major variables of value added, employment and investment, it also provides some information based on a few cargo statistics, the social balance sheet and an overview of the financial situation in these ports as a whole.

After the upturn in 2010, maritime cargo traffic in the Flemish ports continued to rise, albeit at a slower pace in 2011. Direct value added declined in the four ports in Flanders as a whole. Both maritime and non-maritime clusters as a whole were down. The value added of the non-maritime clusters in each port declined, while in the maritime cluster, the port of Antwerp was the only one to register a steep drop. Direct employment in the Flemish ports as a whole declined during 2011: this is true of both the maritime and non-maritime cluster. Investment contracted in all the Flemish ports in 2011.

The volume of cargo handled in the ports of Liège and Brussels increased in 2011. Direct value added rose in both clusters in Liège as in Zeebrugge but only in the maritime clusters in Brussels. As for Ghent employment increased in both clusters in Brussels but only in the non-maritime cluster in Liège. After falling in 2010, investment picked up again in 2011 in both clusters in Liège, while the drop recorded in Brussels since 2009 continued throughout 2011.

Conventionele tekens

bv.	bijvoorbeeld
d.w.z.	dat wil zeggen
p.m.	pro memorie

Lijst van afkortingen

Landen

BE	België
DE	Duitsland
EE	Estland
IE	Ierland
EL	Griekenland
ES	Spanje
FR	Frankrijk
IT	Italië
CY	Cyprus
LU	Luxemburg
MT	Malta
NL	Nederland
AT	Oostenrijk
PT	Portugal
SI	Slovenië
SK	Slowakije
FI	Finland
EA	Eurogebied
BG	Bulgarije
CZ	Tsjechië
DK	Denemarken
LT	Litouwen
LV	Letland
HU	Hongarije
NO	Noorwegen
PL	Polen
RO	Roemenië
SE	Zweden
UK	Verenigd Koninkrijk
EU15	Europese Unie, ongerekend de landen die na 2003 zijn toegetreden
EU27	Europese Unie, ongerekend Kroatië

BR	Brazilië
CN	China
HK	Hongkong
IN	India
JP	Japan
MX	Mexico
RU	Rusland
SA	Zuid-Afrika
SG	Singapore
TR	Turkije
US/VS	Verenigde Staten

Andere

ADB	Asian Development Bank
BBP	Bruto binnenlands product
BDI	Buitenlandse directe investeringen
BIB	Bank voor Internationale Betalingen
BIS	Bank for International Settlements
BLS	Bank Lending Survey
BRIC	Brazilië, Rusland, India en China
BTW	Belasting over de toegevoegde waarde
CEE	Centraal- en Oost-Europa
CIS	Gemenebest van Onafhankelijke Staten
CKO	Centrale voor kredieten aan ondernemingen
ECB	Europese Centrale Bank
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority
EMU	Economische en Monetaire Unie
FAO	Food and Agriculture Organization
FFTR	Federal Funds Target Rate
FOMC	Federal Open Market Committee (Verenigde Staten)
FOD	Federale Overheidsdienst
GVC	Global Value Chains
GE	Geavanceerde economieën
GSE	Government Sponsored Enterprises
GTAP	Global Trade Analysis Project
G20	Groep van twintig
HFCN	Household Finance and Consumption Network
HFCS	Household Finance and Consumption Survey
HICP	Geharmoniseerde consumptieprijsindex
IDE-JETRO	Institute of Developing Economies – Japan External Trade Organization
IMF	Internationaal Monetair Fonds
INR	Instituut voor de Nationale Rekeningen
IT	Information Technology

KeFIK	Kenniscentrum voor Financiering van KMO
KKP	Koopkrachtpariteit
KMO	Kleine of middelgrote onderneming
LAC	Latijns-Amerika en de Cariben
LSAP	Large-Scale Asset Purchase Program
MBS	Mortgage-backed securities
MENA	Midden-Oosten en Noord-Afrika
MENAAP	Midden-Oosten en Noord-Afrika, Afghanistan en Pakistan
MEP	Maturity Extension Program
NACE	Nomenclatuur van de economische activiteiten van de Europese Gemeenschap
NBB	Nationale Bank van België
NCB	Nationale centrale bank
NMBS	Nationale Maatschappij der Belgische Spoorwegen
OE	Opkomende economieën en ontwikkelingslanden
OECD	Organisation for Economic Cooperation and Development
OESO	Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling
OMT	Outright Monetary Transactions - Outright monetaire transacties
R&D	Research and Development
SHARE	Survey of Health, Ageing and Retirement in Europe
SILC	Statistics on Income and Living Conditions
SMP	Securities Markets Programme
SSA	Subsaharaans Afrika
TW	Toegevoegde waarde
UNCTAD	United Nations Conference on Trade and Development
WEO	World Economic Outlook
WDI	World Development Indicators
WHO	Wereldhandelsorganisatie
WIOD	World Input-Output Database
WTO	World Trade Organization

Nationale Bank van België
Naamloze vennootschap
RPR Brussel – Ondernemingsnummer: 0203.201.340
Maatschappelijke zetel: de Berlaimontlaan 14 – BE-1000 Brussel
www.nbb.be



Verantwoordelijk uitgever

Jan Smets

Directeur

Nationale Bank van België
de Berlaimontlaan 14 – BE-1000 Brussel

Contactpersoon voor het Tijdschrift

Luc Dufresne

Secretaris-generaal

Tel. +32 2 221 24 96 – Fax +32 2 221 30 91
luc.dufresne@nbb.be

© Illustraties: Nationale Bank van België
Omslag en opmaak: NBB AG – Prepress & Image
Gepubliceerd in september 2013

